Capítulo 20 – GOVERNO FHC – REFORMAS E ESTABILIZAÇÃO

(VERSÃO PRELIMINAR EM ELABORAÇÃO – CAPITULO A SER PUBLICADO NA OITAVA EDIÇÃO DO LIVRO ECONOMIA BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA – EDITORA ATLAS – AUTORES AMAURY PATRICK GREMAUD, MARCO ANTONIO SANDOVAL DE VASCONCELLOS E RUDINEI TONETO JUNIOR
FAVOR NÃO CITAR)

O sucesso do Plano Real no combate à inflação, o contexto favorável de crescimento da demanda e aumento do poder aquisitivo da maior parcela da população, no final de 1994, possibilitaram a eleição de Fernando Henrique Cardoso, ex-Ministro da Fazenda, para Presidente da República, ainda no primeiro turno. O primeiro mandato de FHC, de 1995 a 1998, caracterizou-se pela busca da estabilização e um amplo conjunto de reformas econômicas, embora acompanhado de profundos desequilíbrios externo e fiscal. O seu segundo mandato de 1999 a 2002 caracterizou-se pela busca do ajustamento fiscal e externo e por significativas mudanças na condução da política macroeconômica.

Ao longo de seus dois mandatos houve uma melhora significativa na condução da política macroeconômica do país, significativas mudanças institucionais e avanços profundos na política social.

O governo FHC contribuiu de maneira significativa para a consolidação da estabilização do país, apesar de um cenário externo bastante instável. Seus dois mandatos foram muito diferentes no que diz respeito ao arcabouço da política macroeconômica. Vários desequilíbrios foram se agravando ao longo dos anos, mas uma série de conquistas foi alcançada: o aprofundamento da reforma do Estado, maior transparência da gestão pública, aprofundamento da descentralização na provisão dos serviços públicos, privatização dos serviços de utilidade pública e constituição do arcabouço regulatório, consolidação e fortalecimento do sistema financeiro e sua adaptação ao quadro de baixa inflação, consolidação da abertura econômica e financeira, entre outros fatores. O resultado mais positivo foi a consolidação do compromisso dos diferentes atores econômicos com a estabilidade monetária.

Apesar disso, seja por condicionantes internacionais, seja por desequilíbrios originados internamente, o país manteve baixas taxas de investimento, e seu governo foi marcado por profunda instabilidade, para o qual contribuiu um cenário externo bastante conturbado e sucessivas crises internacionais.

É este processo que será apresentado nesse capítulo. Serão discutidos os dois mandatos de FHC e sua performance em relação à estabilização e à performance da economia. Além disso, serão apresentadas algumas das reformas realizadas ao longo do período.

18.1 - O Primeiro Mandato de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998)

Como destacamos no capítulo anterior, quando FHC assumiu o Ministério da Fazenda em 1993, a equipe econômica começou a preparar o Plano Real, que foi o plano mais ambicioso e bem elaborado entre as diversas tentativas de combate à inflação no país. O Plano Real beneficiou-se de um contexto bastante diferente dos demais planos, com o que pode basear-se na chamada âncora cambial, possibilitada por um amplo fluxo de recursos para o país, e um elevado nível de reservas internacionais para conter a inflação.

O segundo semestre de 1994 foi caracterizado pela rápida queda da inflação e por um forte crescimento econômico. Este último decorria do aumento do poder aquisitivo, principalmente da população de baixa renda, da recuperação do crédito e do efeito multiplicador associado ao aumento do consumo e do investimento. Apesar do quadro bastante favorável, alguns desequilíbrios foram gerados ao longo do processo, com destaque para o setor externo e o desequilíbrio fiscal.

Em relação ao desequilíbrio externo, vimos que a estratégia de estabilização do Plano Real foi a apreciação (valorização) cambial. A preservação de taxas de juros elevadas, juntamente com a estabilização, estimulou ainda mais o fluxo de recursos externos para o país. Após a reforma monetária, o Banco Central adotou como política cambial um sistema assimétrico em que a taxa de câmbio era fixa para cima, mas flexível para baixo. Isto é, o Banco Central impediria a desvalorização da moeda, mas não sua valorização. Com o amplo fluxo de recursos para o país, isto provocou uma forte apreciação da moeda nacional.

Todos os países que utilizam a taxa de câmbio para a estabilização sofrem valorização cambial devido à inflação residual não repassada ao câmbio, no momento seguinte. Essa acaba por se constituir em uma necessidade para que a estabilização se efetive, ao quebrar a possibilidade de os agentes continuarem com o mesmo comportamento anterior. A possibilidade de importação, com a folga cambial e manutenção da taxa de câmbio, força os preços internos a acomodarem-se aos internacionais.

Essa estratégia de estabilização é bastante eficiente para os chamados **bens *tradeables***, ou seja, aqueles que são transacionados no mercado internacional (exportáveis e importáveis), principalmente os produtos industriais. Todavia, no caso dos chamados **bens** *non-tradeables*, esta é totalmente ineficaz. O principal exemplo desse segmento é o setor de serviços: aluguel, mensalidades escolares, alimentação fora de casa, médicos etc. – "mercadorias" que não se pode importar. Assim, esses preços tendem a continuar subindo, pois o crescimento econômico associado à estabilização tende a pressionar os salários reais, e como estes setores não sofrem a concorrência internacional, podem repassar o aumento de custos para preços, enquanto a demanda se encontra aquecida.

Isso pode ser visto claramente na Tabela 18.1, que mostra a taxa de variação de preços de alguns itens de agosto de 1994 a janeiro de 1997. O primeiro ponto que chama a atenção é que o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) é significativamente maior do que o Índice de Preços por Atacado (IPA). A principal diferença entre os dois índices decorre do fato de o item serviços ter grande importância no IPC e não aparecer no IPA. Tomando-se alguns exemplos, percebe-se claramente que a variação de preços dos serviços ficou muito acima da dos produtos industriais. Selecionamos dois itens dentro de cada grupo. Quando se considera o item alimentação, por exemplo, percebe-se que, enquanto o preço dos alimentos aumentou 20% em dois anos e meio, comer fora de casa ficou quase 50% mais caro. Os serviços de oficina também tiveram um aumento de preços que corresponde ao

dobro da variação do preço das peças utilizadas. As discrepâncias entre serviços e produtos industriais tornam-se significativamente maiores quando se consideram os grupos: habitação (por exemplo, aluguel × roupas de cama, mesa e banho), educação e saúde.

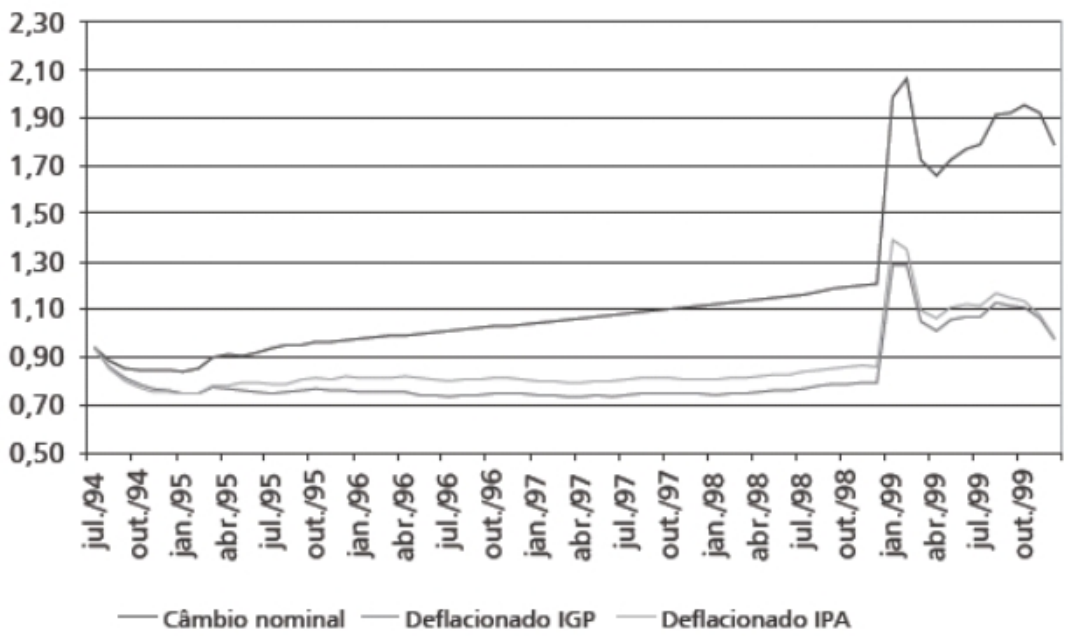
Tabela 18.1 *Variação de preços acumulada - agosto/1994 a janeiro/1997 - itens selecionados.*

Item	%	Item	%
Índice de Preços por Atacado – OG	22,88	Equipamentos Eletrônicos	11,25
Índice de Preços ao Consumidor – Brasil	55,04	Serviços de Residência	66,58
Gêneros Alimentícios	20,93	Roupas	29,01
Alimentação Fora do Domicílio	48,14	Serviços de Vestuário	92,94
Aluguel	198,12	Medicamentos	39,36
Roupas de Cama, Mesa e Banho	18,12	Médico, Dentista e Outros	92,46
Material Escolar	36,41	Peças e Acessórios - Veículos	14,01
Educação – Cursos Formais	132,13	Serviços de Oficina	28,94

Note-se, porém, que no Brasil a valorização da taxa de câmbio real não se deu apenas em função da inflação residual. Como destacado, a política cambial adotada serviu para aprofundar a ancoragem dos preços. Ao contrário da Argentina, que fixou uma taxa de câmbio nominal de 1 peso = 1 US$, no Brasil não se fixou a paridade e permitiu-se que o R$ se valorizasse em termos nominais em relação ao US$, em um momento em que continuavam as entradas de recursos. Assim, nos primeiros meses do plano verificou-se uma queda na taxa de câmbio nominal, que passou de R$ 0,931/US$ em julho de 94 para R$ 0,842/US$ em novembro de 94 (ver Quadro 18.1).

Nesse contexto, com valorização cambial, abertura comercial e volume significativo de reservas, criou-se uma camisa de força para os preços internos, podendo-se dizer que o Brasil adotou nesse período uma espécie de **superâncora cambial**.

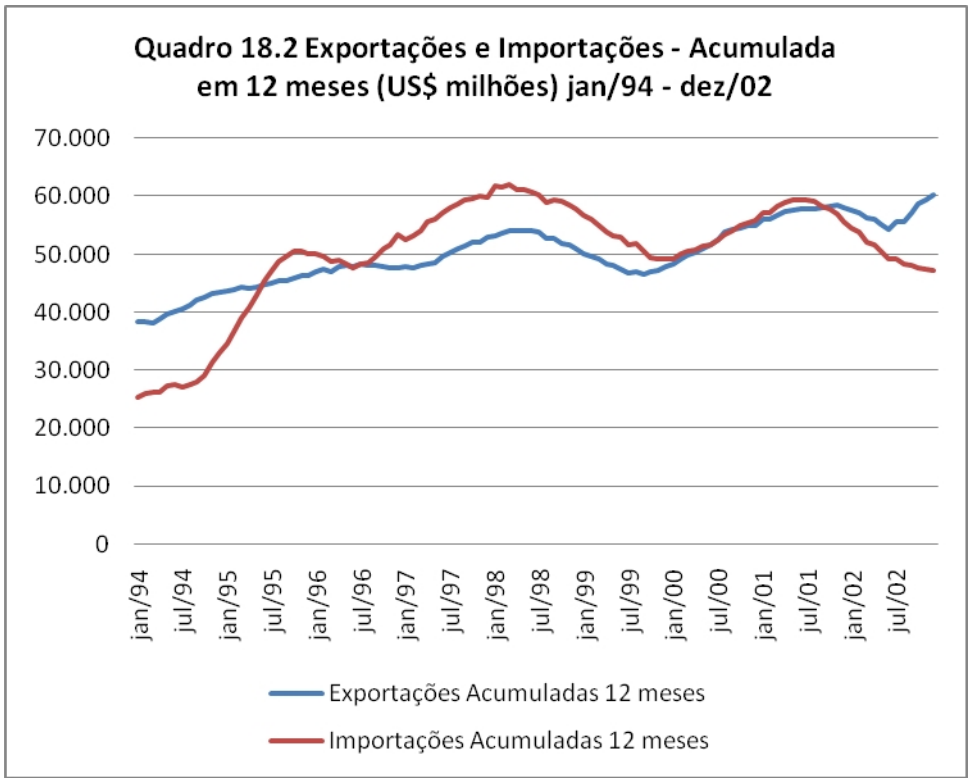
Quadro 18.1 *Taxa de câmbio nominal e deflacionada: jul./94 a jan./00.*



A apreciação cambial, combinada com a demanda aquecida, levou ao aparecimento de déficits na balança comercial, tanto pelo aumento significativo das importações, como pelo fraco desempenho das exportações (ver Tabela 18.2 e Quadro18.2). Os superávits comerciais do país eram utilizados para compensar os déficits na Balança de Serviços, o que mantinha o saldo em Transações Correntes relativamente equilibrado. Com a deterioração da balança comercial, voltaram os déficits em Transações Correntes. Isso pode não ser um problema a curto prazo, enquanto o país possuir reservas suficientes ou houver uma entrada de recursos externos para financiá-lo. O problema é que se vai acumulando uma dívida externa que no futuro pressionará a remessa de juros, e que em algum momento deverá ser paga. O país deve ao longo do tempo ir criando condições, aumentando a competitividade, por exemplo, para gerar recursos para pagamentos futuros.

Tabela 18.2	***Balanço de Pagamentos Brasil - Itens Selecionados: 1990-1998 (US$ milhões)***				
Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998
Balança Comercial	10.466	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575
Exportações	43.545	46.506	47.747	52.994	51.140
Importações	33.079	49.972	53.346	59.747	57.714
Balança de Serviços e Rendas	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299
Serviços	-5.657	-7.483	-8.681	-10.646	-10.111
Rendas	-9.035	-11.058	-11.668	-14.876	-18.189
Saldo em Transações Correntes	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416
Conta Capital e Financeira	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702
Investimentos Diretos	1.460	3.309	11.261	17.877	26.002
Investimentos em Carteira	50.642	9.217	21.619	12.616	18.125
Derivativos	-27,4	17,5	-38,3	-252,6	-459,8

Outros investimentos	-43.557	16.200	673	-4.833	-14.285
Resultado do BP	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970
Reservas Internacionais	38.806	51.840	60.110	52.173	44.556
Fonte: Banco Central					



Duas questões devem ser observadas no caso brasileiro em 1994 e 1995. A primeira refere-se à pauta de importações (Tabela 18.3). Apesar de todos os componentes terem crescido em 1994 e 1995, os dois itens que apresentaram maiores aumentos foramautomóveis (208%) e bens de consumo (185%). Isso mostra a importância das importações para atender ao crescimento do consumo e manter os preços internos estáveis, e significa que uma parcela relevante da entrada de recursos direcionou-se para o financiamento da aquisição de itens que não ampliariam a capacidade futura de pagamento do país.

Tabela 18.3
Importações Por Ítens Selecionados, 1992 a 2000

(US$ milhões)

Itens	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Total	25.256	33.079	49.972	53.346	59.747	57.714
Bens de Consumo	3.020	4.658	8.631	9.010	9.241	8.826
Matérias-primas	9.469	11.662	16.738	17.916	18.978	19.310
Petróleo	4.398	4.069	4.712	6.142	6.021	4.314
Bens de Capital	8.369	12.690	19.891	20.277	25.600	25.283
Material de Transporte	2.103	3.396	5.935	4.499	6.389	6.793

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, Abril/2001

A segunda refere-se à natureza do capital ingressante no país. Observava-se, nos primeiros anos do plano, forte predomínio dos chamados investimentos de portfólio – ações, fundos de aplicação financeira, fundos de privatização etc. –, que se caracterizam pela possibilidade de refluir rapidamente em resposta às incertezas, queda na taxa de juros interna, aumento na taxa de juros internacional, necessidade de compensar perdas em outros mercados etc.

Assim, manter um déficit em transações correntes, financiado com recursos voláteis e que em parte direcionavam-se para o financiamento do consumo, é uma situação de alto risco e insustentável a longo prazo.

A preocupação com a apreciação cambial já apareceu antes mesmo do governo FHC. Em outubro de 1994, após a vitória eleitoral no primeiro turno, houve uma tentativa de controle da demanda por meio da imposição de restrições de crédito. Entre as medidas, destacaram-se: diminuição nos prazos de financiamento (de consórcios e bancários), proibição de financiamentos às empresas de *factoring* e cartões de crédito, e aumento dos depósitos compulsórios. Essas medidas provocaram um aumento da taxa de juros em outubro, mas não conseguiram conter a expansão do crédito.

Além disso, introduziram-se algumas restrições à entrada do capital estrangeiro, para evitar maiores pressões cambiais, e estipulou-se uma pequena margem dentro da qual o dólar poderia flutuar – R$ 0,84 à R$ 0,86 (o chamado **sistema de bandas cambiais**). Estancava-se dessa forma o processo de apreciação da taxa de câmbio nominal, mas não se promoveu qualquer desvalorização para compensar a valorização anterior.

Com as restrições, diminuíram as entradas de recursos. A partir de outubro, a queda do nível de reservas, que se mantivera estável de junho a setembro, mostra a determinação do Banco Central em evitar a desvalorização cambial. Sem alterar o câmbio e com a economia aquecida no final do ano, mantinha-se o déficit em Transações Correntes.

Como já observado anteriormente, vários países na América Latina adotaram estratégias de estabilização baseadas na âncora cambial, e todos tiveram deterioração de suas contas externas, principalmente em decorrência da apreciação cambial – México e Argentina, por exemplo. Assim, a situação brasileira novamente não era inédita, com a experiência desses países mostrando os limites da estratégia.

Deve-se notar que a situação argentina foi significativamente aliviada pela implantação do Plano Real. Como o Brasil se constitui em um dos principais parceiros comerciais da Argentina, a valorização do Real (R$) correspondia a uma desvalorização efetiva da moeda argentina; assim, a emergência dos déficits comerciais no Brasil significava uma melhora nas contas externas do país vizinho.

O México foi o primeiro país latino-americano a sentir os limites existentes. Como o país apresentava profundos desequilíbrios macroeconômicos, aos quais se somou um quadro político conturbado em 1994, os investidores estrangeiros passaram a apostar na desvalorização da moeda mexicana no final de 1994, provocando o ataque contra ela. O governo foi obrigado a deixar a moeda desvalorizar-se, e recorrer a um pacote de ajuda internacional no FMI e a uma série de governos, para atender à fuga de recursos.

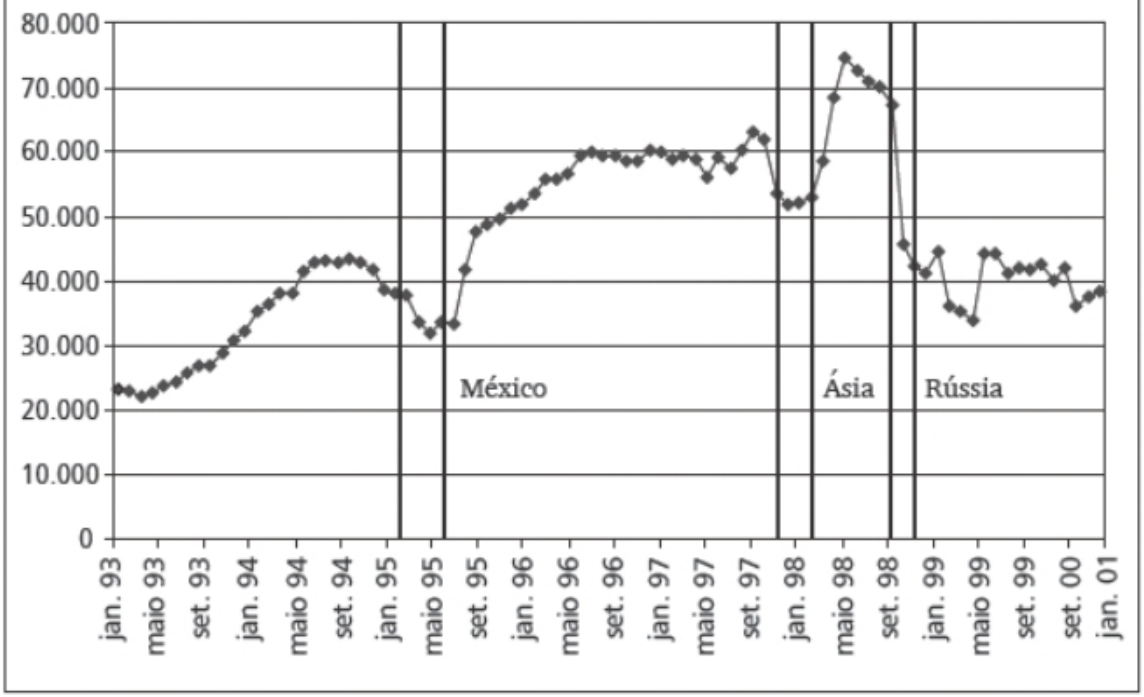
A **crise mexicana** (“**efeito tequila**”) foi o primeiro grande teste à estratégia

implementada no Plano Real. Tornou-se claro, no início de 1995, que não se poderia deteriorar ainda mais as contas externas. Isto é, a política econômica não poderia perder o controle sobre a inflação, mas teria também que cuidar da situação externa, para impedir uma crise cambial. Pode-se dizer que, nesse momento, encerrava-se a primeira fase da condução do Plano Real, e inaugurava-se a segunda fase.

A dificuldade que se colocava é que a simples correção da taxa de câmbio, apesar dos efeitos benéficos sobre as contas externas, poderia levar à volta do processo inflacionário naquele momento, uma vez que a economia se encontrava aquecida e a memória inflacionária e o perigo da indexação ainda estavam muito presentes.

A opção do governo em março de 1995, para fazer frente à perda de reservas que o país vinha sofrendo (ver Quadro 18.3), foi ampliar o controle da demanda interna, principalmente com restrições ao crédito e elevação das taxas de juros. Esta última serviria também para manter a atratividade do país para o capital estrangeiro (sobre o qual eliminaram-se as restrições que haviam sido impostas em outubro de 1994). Além disso, promoveu-se uma tímida desvalorização de 6% da taxa de câmbio, e alterou-se a política cambial, com o alargamento das bandas de flutuações, projetando-se uma desvalorização nominal da taxa de câmbio na faixa dos 7% ao ano. Também buscaram-se alguns incentivos para se estimular os exportadores, principalmente por meio de Adiantamento dos Contratos de Câmbio (ACC), que permitia aos exportadores se beneficiarem das elevadas taxas de juros internas. Mais ainda, elevaram-se as tarifas de uma série de produtos, destacando-se automóveis, para os quais inclusive se introduziu o regime de quotas, o que representou um retrocesso no processo de abertura comercial.

Quadro 18.3 *Reservas internacionais, em US$ milhões – jan./93 a fev./01.*



A alteração da política cambial, com a adoção do sistema de minibandas e uma desvalorização projetada em torno de 7% ao ano, impedia novas apreciações da taxa

de câmbio, mas não compensava de imediato a apreciação verificada nos meses anteriores; ou seja, mantinha-se o câmbio sobrevalorizado. Essa política sinalizava a opção do governo por uma estratégia gradualista de correção cambial. Assumindo que a inflação ficasse abaixo desse patamar, a defasagem cambial seria eliminada após algum tempo, bastando que os investidores estrangeiros financiassem o tempo necessário. Enquanto isso, se ocorressem as reformas econômicas e se houvesse ganhos significativos de produtividade, a taxa de câmbio real seria corrigida sem ter que recorrer a uma significativa desvalorização nominal.[1] A política monetária (taxa de juros) seria utilizada para a manutenção da taxa de câmbio, mantendo o país atrativo ao capital estrangeiro.

Deve-se destacar o sucesso do governo em abortar o ataque especulativo e manter a taxa de câmbio, quando da crise mexicana em 1995. O Banco Central perdeu em torno de US$ 12 bilhões de reservas, mas a elevação da taxa de juros fez com que rapidamente voltassem os recursos, com as reservas já superando os US$ 50 bilhões no final do ano.

Nessa nova fase, o principal instrumento passou a ser a política monetária, através principalmente da administração da taxa de juros, com múltiplos objetivos: conter a demanda e controlar a inflação, impedir que os déficits comerciais se tornassem muito elevados, agora num quadro de leve desvalorização do câmbio nominal, e, principalmente, manter o país atraente ao capital estrangeiro, para continuar financiando os déficits em transações correntes e poder manter a política cambial.

Como efeito da política adotada e com a reversão das expectativas dos agentes, verificou-se uma grande retração na atividade econômica, a partir do segundo trimestre de 1995. Como grande parte da expansão anterior tinha-se dado com base no crédito, e a retração se deu antes que os investimentos anteriores tivessem maturado, verificou-se um grande aumento na taxa de inadimplência da economia, o que acabou provocando o princípio de uma crise financeira, com a quebra de dois grandes bancos privados.[2] Além da inadimplência das empresas, verificou-se também o aumento da inadimplência dos consumidores, que tomaram recursos emprestados a uma elevada taxa de juros (ver Quadro 18.4), em um contexto no qual os salários estavam deixando de ser indexados. Além disso, parcela dos problemas pode ser atribuída ao próprio sistema bancário, que tentou ajustar-se à queda da inflação expandindo suas operações de crédito, sendo que grande parte foi feita sem qualquer análise prudente de risco. Assim, tanto a reversão da atividade econômica como o despreparo dos bancos para a concessão do crédito, colocou o sistema em dificuldades em meados de 1995.

Essa crise não se espalhou, devido à atuação do Banco Central como emprestador em última instância, que rapidamente socorreu o sistema e iniciou um amplo processo de reestruturação financeira, por meio do **Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional),** com fusões, transferências acionárias e abertura para os bancos estrangeiros, com o que se esperava aumentar a solidez do sistema.[3] Além disso, foram reforçados os mecanismos de regulação prudencial, com a implantação do **Acordo de Basiléia** e índices elevados de capitalização dos bancos, mudanças nos mecanismos de fiscalização e possibilidades de intervenção do Banco Central, medidas de responsabilização de gestores e empresas de auditoria, entre outras ações. Também foi criado um mecanismo de seguro-depósito para minimizar as potenciais corridas bancárias.

Paralelamente, lançou-se um programa semelhante para a reestruturação dos

bancos estaduais – o **Proes (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária)** – que correspondia a empréstimos da União para cobrir os rombos desses bancos, mas vinculados ao comprometimento dos Estados em privatizá-los ou transformá-los em agências de desenvolvimento.

Esses programas de reestruturação do sistema financeiro levantaram uma série de dúvidas sobre o montante de recursos que iria ser gasto e o impacto futuro que geraria sobre as contas públicas[4], mas, por outro lado viabilizaram a reestruturação do sistema financeiro no país e o aumento da sua solidez e ganhos de eficiência.

Esta é a base da reforma financeira iniciada no governo FHC, que levou a uma menor participação dos bancos públicos e maior importância dos bancos estrangeiros, possibilitou o fortalecimento das instituições financeiras nacionais e uma maior concentração do setor, mantendo o setor financeiro prioritariamente sob controle nacional e menos exposto ao exterior. Mesmo que estas reformas não tenham resultado ao longo do governo FHC em ampliação significativa do crédito e melhora das condições de financiamento, possibilitaram o fortalecimento e a preservação de um sistema sólido, com capacidade de expansão futura.

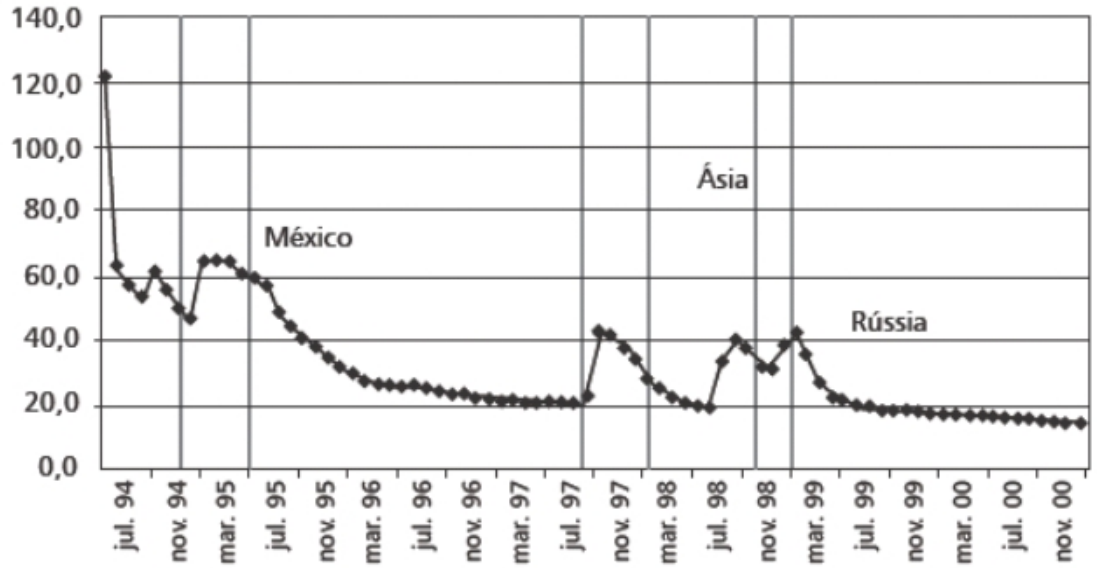
Outro ponto importante decorre da mudança da política cambial. No período imediato pós-Real, como o governo deixou o câmbio flutuar, a entrada de recursos externos provocou a apreciação da taxa de câmbio. Quando os recursos voltaram, para impedir nova apreciação, os novos recursos converteram-se em reservas. Para evitar o impacto monetário expansionista, recorreu-se à esterilização, com o conseqüente aumento da dívida pública.

Essa dependência da política de esterilização decorreu da incapacidade de fazer um ajuste fiscal adequado, que pudesse compensar o impacto expansionista da entrada de recursos. Tal política penalizava ainda mais o lado fiscal, pela diferença entre a taxa de remuneração das reservas e a taxa de juros paga nos títulos públicos[5], mas deve-se destacar que este é um prêmio que se paga para minimizar a exposição do país a crises externas.

A trava colocada pela taxa de câmbio e o desequilíbrio externo crescente definiam um patamar mínimo bastante elevado para a taxa de juros interna, sendo a trajetória seguida por esta totalmente determinada pelo contexto externo. Conforme o país voltou a acumular reservas após a crise mexicana, a taxa de juros entrou em trajetória decrescente.

Note-se, porém, que, a partir de meados de 1996, praticamente se estancaram as reduções da taxa de juros. Essa se estabilizou em um patamar bastante elevado, em torno de 20% ao ano em termos nominais, mas, com a baixa taxa da inflação, isto resultava em elevada taxa real de juros. O diferencial entre a taxa de juros interna e a externa refletia o risco embutido de uma mudança cambial ou as expectativas dos agentes de uma desvalorização cambial.

Quadro 18.4 *Taxa de juros (Over/Selic), % a.a.*



Sempre que ocorria alguma perturbação que colocasse em risco o financiamento dos déficits em transações correntes, tinha que se alterar a taxa de juros. O governo teve que, por mais duas vezes, dobrar a taxa de juros no período – na **crise asiática** no final de 1997 e na **crise russa** em meados de 1998. Essa dinâmica da taxa de juros, combinada com o volume de dívida pública, determinou elevados gastos com juros e pressões crescentes do lado fiscal. Em termos reais, a taxa Selic deflacionada pelo IPCA situou-se acima dos 20% ao ano em média ao longo do primeiro mandato, o que, além de contribuir para um fraco desempenho econômico, deteriorava a situação fiscal. Esse quadro aumentou as dúvidas sobre a capacidade de pagamento do governo, sendo a desconfiança ampliada pela sucessão de pacotes fiscais não cumpridos, o que deteriorava as condições de financiamento.

Em relação à questão fiscal, o fraco desempenho no período não decorreu somente dos elevados encargos financeiros, mas da significativa piora do saldo primário do governo. No primeiro mandato do governo FHC (1995/98), houve uma piora do déficit operacional da ordem de 4,7% do PIB frente à média do período 1991/94, passando de 0,4% do PIB de déficit em média para a faixa dos 5,1% do PIB. Desta mudança, o principal motivo parece repousar na redução do superávit primário, que passou de uma média de 2,9% do PIB no período 1991/94, para um déficit médio de 0,2% do PIB no período 1995/98, ou seja, uma reversão da ordem de 3,1% do PIB.

Esta deterioração do superávit primário se deu apesar da contínua elevação da carga tributária no período, refletindo um aumento muito grande das despesas não financeiras. De acordo com Giambiagi (2002), os principais fatores a explicar esta piora foram os gastos previdenciários e assistenciais decorrentes de um forte aumento no número de beneficiários, mas, principalmente, pelo aumento dos valores reais dos benefícios. Outro autor, Velloso (2002), destaca a forte vinculação de receitas a despesas e a inflexibilidade dos componentes de gastos, elevada participação de transferências de renda às pessoas, como determinantes das dificuldades fiscais. Assim, apesar da tentativa de se realizar um ajuste fiscal prévio ao plano, este se mostrou insuficiente, ocorrendo uma profunda deterioração fiscal no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso.

A combinação de baixos superávits primários e elevados encargos financeiros, sendo que estes últimos se elevaram de 3,3% do PIB no período 1991/94 para 4,9% do PIB no período seguinte, resultaram em elevados déficits operacionais e num forte crescimento da dívida pública. Outros fatores contribuíram para a elevação da dívida no período, na forma de ajustes patrimoniais, destacando-se os chamados **esqueletos,** que se referem a passivos gerados anteriormente, mas que não eram reconhecidos pelo governo e foram assumidos neste período, e também os chamados **passivos contingentes**, referentes a garantias explícitas ou implícitas fornecidas pelo governo, e que se manifestaram nessa época.

A crise financeira de 1995 e o processo de reestruturação do sistema financeiro privado provocaram aumento da dívida pública. O saneamento dos bancos públicos e a federalização das dívidas estaduais não tiveram impacto na Dívida Líquida do Setor Público Consolidado, pois o aumento da dívida federal é compensado por redução das dívidas estaduais com o público.

Por outro lado, deve-se destacar que o governo neste período obteve elevadas receitas com **privatizações,** que contribuíam para reduzir a dívida. Neste período, foram privatizados diversos setores de utilidade pública. Destacam-se o setor de energia elétrica, em especial a distribuição e a geração, o setor de telecomunicações, o setor de transportes ferroviário, e diversas empresas do chamado setor produtivo estatal nas áreas de mineração (por exemplo, a Companhia Vale do Rio Doce – CVRD), petroquímica, entre outros. Este processo gerou um grande fluxo de recursos para o Estado, além da transferência de dívida, e colaborou para atrair o ingresso do capital estrangeiro e sustentar a política cambial. Todo esse processo está vinculado a um conjunto de leis e reformas aprovadas nesse período. Deve-se destacar, por exemplo, a **Lei de Concessões** (1995) a quebra de monopólio público em diversos setores (exploração de petróleo, alguns ramos de transporte, etc) e a equiparação entre o capital nacional e estrangeiro. Com as concessões, houve a necessidade de avançar na regulação dos setores e na criação de **Agências Reguladoras** para os serviços.

AGÊNCIAS REGULADORAS DE SERVIÇOS PÚBLICOS

As privatizações e as concessões nos setores de serviços públicos trouxeram a necessidade de criar órgãos especiais de regulação para eles, devido às especificidades de cada setor, com tendências à forte concentração desses mercados. A principal função desses órgãos é verificar o cumprimento dos contratos de concessão e as metas acordadas com as empresas entrantes. Este é o processo de transformação do Estado provedor para o Estado Regulador.

Alguns órgãos de regulação para setores específicos:

Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel): autarquia não subordinada a nenhum órgão do governo, que tem como função implementar a política nacional de energia elétrica, assim como fiscalizar as atividades do setor e prevenir e repreender as infrações da ordem econômica, respeitando o que for de competência do Cade(Conselho Administrativo de Defesa Econômica).

Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel): autarquia destinada a coordenar a reestruturação do sistema de telecomunicações.

Agência Nacional do Petróleo (ANP): autarquia vinculada ao Ministério de Minas e Energia, que fiscaliza e regula as atividades relacionadas à indústria petrolífera.

Agência Nacional da Saúde (ANS): autarquia vinculada ao Ministério da Saúde, que controla e regula a relação entre prestadores e consumidores na área da saúde.

Superintendência de Seguros Privados (Susep): órgão do Ministério da Fazenda responsável por fiscalizar o mercado de seguros e previdências privadas.

Além das agências reguladoras de setores específicos, houve um crescimento do papel desempenhado pelas agências reguladoras responsáveis pela defesa da concorrência, principalmente a partir de 1994. Elas atuam tanto na regulação e monitoramento das estruturas de mercado como na prevenção e repreensão de práticas infratoras da ordem econômica, como o abuso de poder auferido de posição dominante – monopólio, cartel, enfim, práticas anticoncorrenciais. Fazem parte do **Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência a**s seguintes agências:

. **Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE**: criado em 1962, passou a ser autarquia vinculada ao Ministério da Justiça, em 1994.

- **Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE**: autarquia ligada ao Ministério da Fazenda, criada em 1995. O parecer da SEAE tem como objetivo auxiliar nas decisões do CADE.
- **Secretaria de Direito Econômico – SDE**: órgão pertencente ao Ministério da Justiça.

Apesar deste amplo processo de reforma do estado e da receita obtida, a deterioração fiscal fez com que a dívida pública, que era da ordem de 30% do PIB em 1994, atingisse 44%, em 1998. Como destacado, este processo se fez em função de uma significativa ampliação das despesas primárias e das despesas financeiras e ocorreu apesar do forte aumento da carga tributária.

Outro indicador relevante é a dinâmica do produto e do desemprego. A partir da crise mexicana, houve uma ruptura no crescimento econômico que se verificara no imediato pós-Real. A partir de então, observou-se uma trajetória do tipo *stop and go,* em que os condicionantes externos (fluxo de capitais) definiam a condução da política monetária e o ritmo da economia.

Conforme é mostrado na Tabela 18.4, no primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, a taxa média de crescimento do PIB foi da ordem de 2,6% a.a., com tendência de queda ao longo do período. O baixo crescimento e as suas oscilações decorreram, também, da significativa redução da taxa de investimento que refletia as incertezas relacionadas à economia e as elevadas taxas de juros necessárias para preservar a política cambial. O desemprego, que atingiu um valor relativamente baixo em 1995 (4,6% da força de trabalho), apresentou uma trajetória de crescimento a partir da crise mexicana. Após a crise asiática, a taxa de desemprego atingiu um patamar recorde, oscilando em torno de 8% em 1998.[6]

Tabela 18.4 *Indicadores econômicos Brasil: 1993-1999.*

ESTA TABELA TEM VARIOS DADOS QUE BATEM COM OUTROS QUE EU VI NO IPEADATA

Variável	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taxa de Crescimento	4,9	5,9	4,2	2,7	3,3	0,2	0,8

do PIB - % a.a.							
Taxa de Desemprego Aberto (IBGE)	5,3	5,1	4,6	5,4	5,7	7,6	7,6
FBCF/PIB (%)	19,28	20,75	18,32	16,87	17,37	16,97	15,66
INPC - IBGE	2.489,0	929,0	22,0	9,1	4,3	2,5	8,4
NFSP - Operacional (% PIB)	- 0,3	- 1,3	4,9	3,8	4,3	7,5	3,2
NFSP - Primário (% PIB)	- 2,7	- 5,1	- 0,4	0,1	1,0	0,0	- 3,1
Dívida Interna Líquida/PIB (dez.)	21,8	23,0	25,5	29,4	30,2	37,1	39,0
Dívida Externa Líquida/PIB (dez.)	16,8	8,6	5,7	3,9	4,3	6,6	10,4
Dívida Total/PIB (dez.)	38,6	31,6	31,2	33,3	34,5	43,7	49,4
Fonte: Banco Central.							

Na crise asiática, a resposta do governo em aumentar a taxa de juros e lançar um pacote fiscal ainda foi eficaz. No momento da crise, houve uma redução no nível de reservas da ordem de US$ 20 bilhões que rapidamente se recompôs, voltando a um patamar superior ao anterior.[7]

Entre as seqüelas do ajustamento, há o salto na taxa de desemprego e a retração do produto. Além disso, o não-cumprimento do pacote fiscal e a grande elevação da dívida pública fizeram com que o mercado passasse a rejeitar os títulos prefixados, ampliando a opção pelo *over*, mostrando a desconfiança em relação à sustentabilidade da política.

Deve-se destacar que, já nesse momento, o número de analistas que defendiam a correção cambial era crescente. Todos os indicadores macroeconômicos mostram a deterioração das condições em 1998: taxa de desemprego, crescimento do PIB, déficit público, déficit em transações correntes, dívida pública/PIB, entre outros.

Não demorou e veio a crise russa. Houve uma perda de reservas da ordem de US$ 30 bilhões entre agosto e setembro de 1998 que, apesar da elevação da taxa de juros e do anúncio de um pacote fiscal, não mais se recuperou, o que refletia a descrença na possibilidade de manter a taxa de câmbio. Um indicador desse quadro foi a queda verificada no preço dos títulos da dívida externa brasileira (elevação dos *spreads* dos *C-Bonds*) logo após a crise russa.

Outra sinalização foi a negociação de um **pacote de ajuda com o FMI** no valor de US$ 42 bilhões. Esse acordo possuía cláusula sobre o volume mínimo de reservas que o país poderia atingir, ou seja, limitava-se o poder do Banco Central em defender a taxa de câmbio, ampliando-se, portanto, as chances de sucesso de um ataque

especulativo.[8]

Um ponto interessante no movimento de capitais no segundo semestre de 1998 é que, diferentemente das crises anteriores, em que a maior parte da saída de recursos se deu por residentes, nesse momento todos os agentes estavam retirando seus recursos: bancos e investidores institucionais estrangeiros juntaram-se aos residentes. Apenas os investimentos diretos se mantiveram.[9]

Uma vez que a crise estava colocada, era questão de circunstância o momento em que ela ocorreria. A primeira ressalva para que ela ocorresse juntamente com a russa era o calendário eleitoral. Apesar de essa já se justificar em agosto e setembro, em outubro de 1998 ocorreriam as eleições presidenciais, e o presidente ainda tinha a estabilização como a grande conquista de seu primeiro mandato; assim, esta não poderia ser colocada em risco. Para empurrar a crise, o governo teve que assumir o ônus de uma mudança latente na taxa de câmbio.

Assim, o segundo semestre de 1998 é uma "preparação para se jogar a toalha", com o setor privado livrando-se do risco cambial, e transferindo-o para o governo. A exposição do setor privado ao câmbio pode ser considerada o segundo fator a retardar a crise.

Dessa forma, o primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso terminava em meio a um processo de crise cambial, em função de profundos desequilíbrios gerados nesse período com a deterioração das contas externas e da situação fiscal. Com isso, a própria estabilização, principal conquista desse mandato, podia-se considerar ameaçada. Ainda, em relação ao produto, verificou-se que, apesar da estabilização, este manteve sua trajetória de baixo crescimento verificada desde os anos 80, mantendo-se na faixa dos 2,5% a.a, com elevada volatilidade em função dos condicionantes externos e das baixas taxas de investimento da economia.

Portanto, os dilemas que restavam para o mandato seguinte eram: fazer as correções dos desequilíbrios herdados do primeiro mandato, mantendo-se a estabilização, e recolocando o país em uma trajetória de crescimento.

18.2O segundo mandato de FHC

Apesar da estabilização, uma série de desequilíbrios foi se formando na economia ao longo do primeiro mandato de FHC, destacando-se o déficit fiscal e o déficit externo. A manutenção do câmbio sobrevalorizado no período significou a ampliação do endividamento externo, um aumento significativo da dívida pública e o retardamento do crescimento. No primeiro momento, essa opção se justificava pelo trauma inflacionário, mas o que dizer quando da crise asiática ou da crise russa? A grande perda de reservas verificada principalmente nesta última, o quadro recessivo, a elevada taxa de desemprego, a deterioração do saldo em conta-corrente, a elevação da razão dívida pública/PIB, enfim, todos os fatores já poderiam justificar a mudança cambial em meados de 1998, ou mesmo antes.

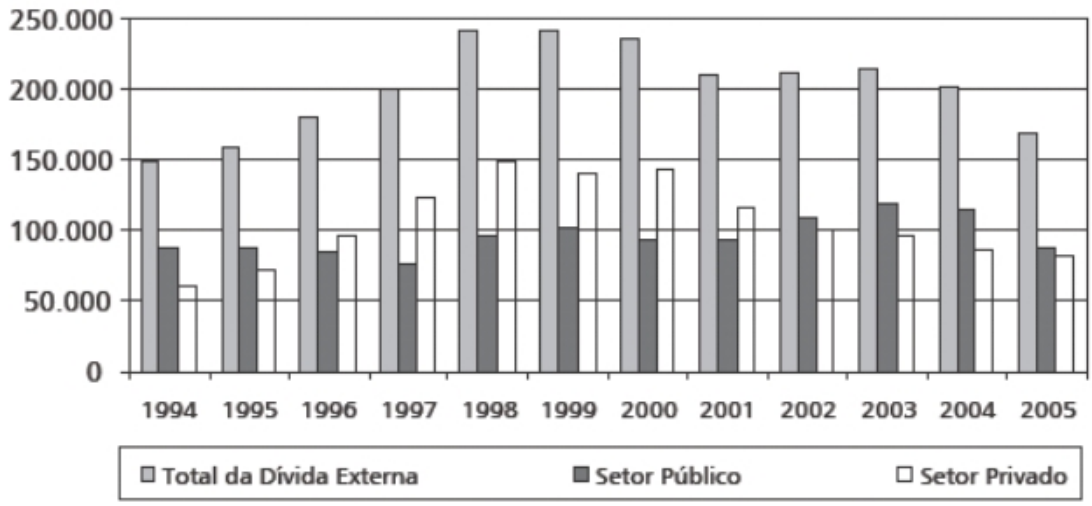
Alguns autores[10] alegam que, mesmo nesse quadro, era possível a manutenção da política cambial, e que o país no final de 1998 já começara a recuperar-se da crise russa. Estancara-se a perda de reservas, e já se entrava em uma trajetória declinante da taxa de juros. Eram outros os determinantes da crise cambial brasileira: a queda nos termos de troca, a não-aprovação de medidas importantes para o ajuste fiscal pelo Congresso Nacional no segundo semestre de 1998, e a "**moratória mineira**" ou "**efeito pão de queijo**" decretada por Itamar Franco em janeiro de 1999, quando este

não aceitava os termos de refinanciamento definido alguns anos antes com a vinculação de parcela da receita dos estados ao pagamento das dívidas.

Parece, entretanto, que a mudança cambial já estava definida na crise russa, e a espera de seis meses decorreu do calendário eleitoral e do processo de transferência do risco cambial para o setor público. O próprio acordo com o FMI, no segundo semestre de 1998, já pode ser um sinalizador da disposição à mudança.

Uma característica do endividamento externo brasileiro na década de 90 é o predomínio das captações privadas. O Quadro 18.5 mostra que até 1997 o aumento da dívida externa brasileira se deu exclusivamente pelo endividamento do setor privado, cuja participação saltou de 40% na dívida total em 1994 para 62% em 1997.[11] Em 1998, já se percebe uma reversão na tendência de ampliação da participação do setor privado.

Quadro 18.5 *Dívida externa total, setor público e setor privado, US$ milhões, 1994/05.*



Fonte: Banco Central do Brasil.

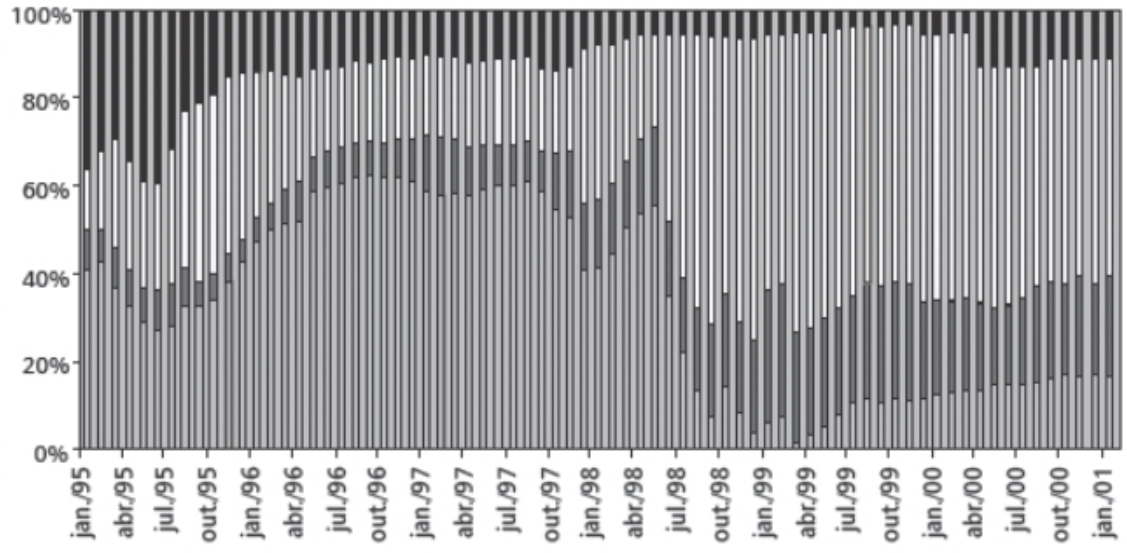
Com o grande endividamento externo do setor privado, o risco que se coloca em uma desvalorização cambial é uma deterioração patrimonial do mesmo, com risco de crises econômicas (queda do consumo e investimento – efeito riqueza), crise financeira (falências, quebras bancárias etc.), entre outros efeitos. Entretanto, no Brasil, a mudança cambial não provocou esse processo disruptivo. Por quê?

A resposta decorre da possibilidade de *hedge* oferecida aos agentes, que permitiram que estes se livrassem do risco cambial. As instituições financeiras, que respondiam por algo em torno de 1/3 da dívida externa do setor privado, possuíam uma baixa exposição ao risco câmbio com ativos externos, que de certa forma compensavam o passivo externo. No entanto, mesmo esse setor, junto com os demais agentes, buscou formas de "hedgear" suas posições: mercado futuro, moeda estrangeira e outros ativos atrelados à moeda estrangeira. A questão era: quem ofereceria *hedge* em um momento no qual todos avaliavam ser insustentável a política cambial. Novamente, a resposta foi o setor público, como já havia sido feito em outros momentos da história do país.[12]

A primeira forma de atender a demanda dos agentes por proteção cambial foi a venda de moeda estrangeira. Como vimos, a perda de reservas entre agosto e setembro de 1998 situou-se acima dos US$ 30 bilhões. Esse é um custo em geral não considerado, mas que se se tomar o valor pelo qual o governo vendeu os dólares neste período e o valor que chegou a taxa de câmbio no início de 1999, percebe-se o enorme custo de oportunidade dessa operação, e os ganhos que o governo proporcionou àqueles que adquiriram as reservas.[13]

A segunda forma utilizada foi a alteração na composição da dívida pública por tipo de indexador. O que se observa no Quadro 18.6 é a forte retração nos títulos prefixados. Estes começaram a reduzir-se no final de 1997, tendo uma recuperação depois da crise asiática, voltando a se retrair a partir de maio de 1998, quando sua participação era de 55%, e passou para apenas 3% em dezembro deste ano. Essa queda foi captada, principalmente, pelos títulos indexados ao *over*, que representam uma proteção mais adequada aos movimentos no mercado cambial. Outra parcela foi para os títulos indexados à própria taxa de câmbio, cuja participação estava em torno de 10% do total ao longo de 1997, saltando para 21% no final de 1998, o que significava um *hedge* em torno de US$ 60 bilhões. Considerando a forte desvalorização da taxa de câmbio em janeiro de 1999, percebe-se o elevado prejuízo para o Tesouro Nacional, com o aumento do valor da dívida pública.

Quadro 18.6 *Índice de correção títulos públicos federais, por indexador, jan./95 a fev./01.*



Fonte: Banco Central do Brasil.

Além desses mecanismos, o governo ainda atuou no mercado futuro, vendendo dólares para atender à demanda do setor privado, incorrendo em significativos prejuízos nessas operações.

Com base nessas informações, pode-se concluir que, no momento da mudança cambial, apenas uma pequena parcela da dívida externa do setor privado não estava protegida. Assim, as perdas decorrentes da desvalorização cambial concentraram-se no setor público e em alguns poucos agentes do setor privado.

No final de dezembro de 1998 e início de janeiro de 1999, a fuga de capitais voltou

a se acelerar, as perdas de reservas superavam US$ 1 bilhão/dia. Como o acordo com o FMI impunha um limite mínimo de reservas, já se faziam as contas para quando se daria a mudança cambial.

Ainda nas primeiras semanas de 1999, apareceram alguns problemas políticos, com os governadores de oposição recém-empossados sinalizando o desejo de rediscutir as respectivas dívidas e os pagamentos à União (por exemplo, a já citada "moratória mineira" do governador de Minas Gerais, Itamar Franco).

Sinalizavam-se, portanto, maiores dificuldades do lado fiscal. Nesse ambiente, criou-se a cena política adequada para promover a mudança cambial em janeiro de 1999, atribuindo-se a tomada de decisão pelo governo federal a fatores externos e não a erros de política econômica.

A mudança deu-se com a saída do então presidente do Banco Central, Gustavo Franco, que era o maior defensor da manutenção do câmbio valorizado, e a entrada de Francisco Lopes. A primeira alteração correspondeu a uma desvalorização da taxa de câmbio, mas ainda mantendo-se o sistema de banda. Quando o governo fez a desvalorização, os recursos continuaram saindo, pois o mercado queria uma desvalorização maior.

As incertezas que se geraram e o anúncio de alguns escândalos, que colocavam em suspeita o então presidente do Banco Central, levaram a sua substituição por Armínio Fraga. O novo presidente do Banco Central abandonou o sistema de bandas e adotou o **sistema de câmbio flutuante**. O impacto imediato foi uma desvalorização do câmbio nominal da ordem de 70% nos primeiros meses, chegando a superar os R$ 2,00 em fevereiro/1999.

A experiência observada em todos os países que passaram por problemas cambiais mostraram algumas das seguintes conseqüências: aceleração inflacionária, crise financeira, profunda recessão, enfim, crises econômicas. Entretanto, no Brasil, não se verificou uma crise profunda. O desempenho da economia brasileira em 1999 pode ser considerado bastante satisfatório, tendo em vista a magnitude da mudança cambial ocorrida.

O grande receio em abandonar o sistema de câmbio fixo era de que a desvalorização nominal trouxesse de volta o problema inflacionário e, com isso, a inflação resultante anulasse os ganhos da desvalorização, isto é, tivesse um pequeno impacto sobre a taxa de câmbio real. Esse foi aproximadamente o caso do México em 1995. A mudança cambial na Ásia em 1997 não seguiu essa trajetória. A inflação após a desvalorização nominal ficou relativamente sob controle, resultando em uma ampla desvalorização da taxa de câmbio real.

Tanto no México como na Ásia, a mudança cambial foi seguida de uma ampla contração econômica, em virtude do efeito-riqueza gerado. No caso dos países asiáticos, deve-se destacar que a crise cambial foi acompanhada de uma crise financeira, inclusive a fragilidade de seus sistemas financeiros sendo colocada como o determinante da crise cambial. Assim, houve uma grande contração do crédito após a crise cambial, resultando na retração econômica.

A questão que se colocava, no caso brasileiro, era se a inflação após a desvalorização iria seguir a trajetória mexicana ou a asiática. As projeções feitas sobre a inflação para 1999 no início do ano eram as mais díspares possível. Como vimos, quando se adotou o sistema de taxa de câmbio flutuante, esta entrou em uma trajetória ascendente.

Para evitar que a pressão cambial se transformasse em processo inflacionário,

adotou-se uma política monetária bastante restritiva, com o **Comitê de Política Monetária (COPOM)**, criado no início da gestão de Armínio Fraga no Banco Central, estipulando uma meta para a taxa de juros (Selic) da ordem de 45% ao ano em março. Essa elevada taxa de juros deveria servir para conter a saída de recursos e diminuir o processo especulativo em torno da taxa de câmbio, estabilizando seu valor. Introduziu-se nesse momento também um "**viés de baixa"** na taxa de juros que o Banco Central poderia utilizar para reduzir a taxa, independentemente da reunião do Copom, caso a situação se tranqüilizasse.[14]

Ao contrário da situação inicial do Plano Real, em que a "âncora cambial" provocou uma queda abrupta na inflação dos bens transacionáveis (*tradeables*), enquanto a demanda aquecida fez com que os preços dos não transacionáveis (*non tradeables*) continuassem subindo, a situação agora deveria levar a um aumento nos preços dos transacionáveis, enquanto a demanda desaquecida controlaria os preços dos não transacionáveis. Ou seja, a recomposição da taxa de câmbio real dependeria de um comportamento dos preços inverso ao verificado no início do plano: os transacionáveis teriam aumentos, enquanto os não transacionáveis segurariam a taxa de inflação.

Verificou-se que a inflação teve uma elevação significativa em fevereiro, mês posterior à mudança cambial, mas bem abaixo da taxa de variação cambial. A partir de março, já se observa queda na taxa de inflação, e em maio os índices já apresentavam variação semelhante a dezembro, sendo que vários índices apresentaram deflação nesse mês, sinalizando que os ajustes à desvalorização já haviam sido feitos.

Outro ponto que deve ser destacado é que os índices confirmaram a pressão maior sobre o preço dos bens transacionáveis. Entre os índices de preços, o que apresentou a maior variação foi o Índice de Preços por Atacado (IPA), que é composto basicamente por esta categoria de bens (ver Tabela 18.5).

Tabela 18.5 *Índices de preços - variações percentuais.*

Período	IGP-DI	IPA-DI	IPC-BRASIL	INPC	IPCA	IPC-FIPE
1999	19,98	28,90	9,12	8,43	8,94	8,64
2000	9,81	12,06	6,21	5,27	5,97	4,38
2001	10,40	11,87	7,94	9,44	7,67	7,13
2002	26,41	35,41	12,18	14,74	12,53	9,92
2003	7,67	6,26	8,93	10,38	9,30	8,17
2004	12,14	14,67	6,27	6,13	7,60	6,56
2005	1,22	- 0,97	4,93	5,05	5,69	4,52
2006	3,34	3,51	2,22	2,71	3,26	1,66

Fonte: Boletim do Banco Central, dez. 2006.

Com a manutenção das taxas de juros elevadas e o relativo controle inflacionário, estancou-se o processo de desvalorização da taxa de câmbio a partir de março, que começou a valorizar-se a partir de então, caindo para um valor em torno de R$ 1,70 em abril e maio, para depois sofrer uma nova desvalorização e situar-se na faixa entre R$ 1,80 e R$ 1,90 a partir de julho/99, em torno do que oscilou até o final de 2000, sem grandes mudanças (ver Quadro 18.1).[15]

Com a adoção do sistema de câmbio flutuante e a perda da âncora cambial como referencial de preços, o Banco Central passou a adotar, a partir de julho de 1999, o sistema de **Metas de Inflação** como regra para a política monetária. De acordo com ele, a função básica do Banco Central e da política monetária é o cumprimento da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional, e o instrumento utilizado para tal é essencialmente a taxa de juros, que, por meio de seus impactos sobre a demanda, influencia na inflação. Assim, quando a taxa de inflação situa-se acima da meta, o COPOM eleva a taxa de juros, quando está abaixo, o COPOM reduz a taxa de juros.

Esta relação entre a taxa de juros e a inflação é a chamada **Regra de Taylor da Política Monetária.** Este sistema tem sido adotado em vários países, como pode ser visto no Box 18.1, e é considerado um dos regimes mais eficientes para a política monetária. Deve-se destacar que a taxa de inflação em determinado momento está sujeita a vários componentes: inércia ou carregamento de inflação dos períodos anteriores, choques de oferta (inflação de custos) e pressões de demanda.[16] A taxa de juros influi basicamente sobre este último componente da inflação.

A adoção do regime de metas de inflação parece ter contribuído de maneira significativa para manter a confiança dos indivíduos de que o governo encontrava-se comprometido com a estabilização, e para impedir que o choque cambial se transformasse em pressões inflacionárias insuportáveis. Deve-se destacar que o baixo crescimento econômico em 1999 contribuiu para tal.

No regime de metas inflacionárias, o compromisso do Banco Central passa a ser com o nível da inflação, e deixa de ser a defesa de uma dada taxa de câmbio, ou um dado crescimento econômico. Assim, a credibilidade desse regime depende em grande parte do grau de autonomia do Banco Central, e, também, dos demais componentes da política econômica – regime fiscal e cambial.

Box 18.1 *Metas inflacionárias*

A discussão de metas inflacionárias ganhou destaque ao longo dos anos 90, passando a ser crescentemente incorporada às políticas econômicas de vários países. No Brasil, o regime de metas inflacionárias foi adotado em julho de 1999 por meio da Resolução nº 2.615 do Conselho Monetário Nacional.

A análise das metas inflacionárias pode ser colocada dentro das alternativas disponíveis para as autoridades para a condução da política monetária. Entre as possibilidades, podemos ter:

(i) **Âncora Monetária** - Na qual as Autoridades Monetárias definem o crescimento do agregado monetário. Em relação a esse procedimento, a dificuldade de as Autoridades atingirem essas metas (lembrar que o processo de oferta de moeda depende da interação de outros agentes), o fato de a demanda de moeda não ser estática, assim como as relações entre agregados monetários e inflação, de

tal forma que o uso de âncoras monetárias pode ser de pouca utilidade.

(ii) **Âncora Cambial** – Este procedimento foi amplamente utilizado por diversos países que buscavam a estabilização, como por exemplo o Brasil, a Argentina e o México. A utilização desse instrumento, com políticas fiscais e monetárias inconsistentes com a ancoragem, podem resultar em crises do Balanço de Pagamentos e, em alguns casos, em crises financeiras (amplia-se a vulnerabilidade dos países a ataques especulativos).

(iii) **Produto Nominal** – Ao se usar o produto nominal como referência para a política monetária, o produto real e o nível de preços entram com o mesmo peso na função objetivo da Autoridade Monetária. Este possui alguns inconvenientes referentes ao acompanhamento do produto real, cujas medidas possuem grande defasagem e as estimativas são bastante incertas.

O conjunto de dificuldades associado às várias alternativas de controle monetário fez com que a idéia de metas inflacionárias fosse ganhando destaque. Conforme destacado em Giambiagi e Carvalho (2001), a questão é saber se se deve perseguir metas não anunciadas ou anunciadas de inflação. Isto é, se o governo deve apenas perseguir determinadas metas ou se comprometer com tais metas. Se por um lado a primeira alternativa aumenta a flexibilidade, por outro lado não se garante a continuidade da estratégia. A definição depende claramente da situação de cada país. Entre os países que adotam metas anunciadas de inflação, pode-se destacar (com os respectivos anos de adoção do sistema): Nova Zelândia (1990), Chile e Canadá (1991), Israel e Reino Unido (1992), Austrália e Suécia (1993), Espanha (1994), Hungria e República Tcheca (1998), Brasil e Polônia (1999).

O Sistema de metas inflacionárias corresponde à definição explícita da taxa de inflação objetivo pelas Autoridades Monetárias e na atribuição de responsabilidade às autoridades para atingir meta. Nota-se que esse sistema "permite que a política monetária se concentre na busca prioritária de certo nível de inflação, e possibilita uma avaliação clara do desempenho da política monetária, por meio da comparação entre a meta e a inflação observada" (Giambiagi e Carvalho, 2001:7).

No desenho dos sistemas, deve-se definir: qual o indicador de preços que será utilizado, como se definirá a meta, se será um ponto ou um intervalo, e neste último caso qual o nível de tolerância, o horizonte das metas, o período para a convergência para uma situação estacionária, a definição de exceções para o não-cumprimento das metas, critérios de transparência e controle.

No caso brasileiro, estabeleceu-se o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE como indicador a ser utilizado para a política monetária. Vários países que utilizam IPCs como indicador realizam expurgos do índice, utilizando-se conceitos do tipo **"núcleo da inflação"** (***"core inflation"***). O objetivo é eliminar, por exemplo, fatores sazonais de flutuação do índice.

No momento da adoção do sistema, estipularam as metas de inflação para os três anos seguintes – 1999, 2000 e 2001 – em 8%, 6% e 4%, respectivamente, com um intervalo de tolerância de mais ou menos 2 pontos percentuais em cada ano. Posteriormente, o governo definiu a meta de 3,5% para 2002, reafirmando o compromisso de uma trajetória declinante de inflação. Em termos de horizonte, ficou estabelecido que em todo mês de junho de cada ano t, mantidas as metas para os anos t e $(t + 1)$, o governo anunciaria a meta para o ano $(t + 2)$.

Caso se verifique a impossibilidade de cumprir a meta estabelecida, o presidente do Banco Central deve publicar uma carta aberta explicando os fatos pelos quais a convergência da taxa de inflação com a meta não foi alcançada, e as principais medidas adotadas e a serem adotadas para que a convergência se efetue, bem como o tempo estimado (necessário) para tal.

Completando o arcabouço da política macroeconômica no segundo mandato de FHC, tem-se a mudança do desempenho fiscal, como terceiro elemento central da política macroeconômica. Em relação às finanças públicas, deve-se destacar a profunda reversão do saldo primário do governo, que passou a apresentar, a partir de 1999, superávits primários expressivos, conforme acordado com o FMI.

No novo contexto macroeconômico, a existência de superávits primários seria necessária para permitir a absorção de choques na economia, liberar a taxa de juros para ser usada para fins de política monetária (controle da inflação) e permitir a estabilização/redução da dívida pública ao longo do tempo, diminuindo o risco do país, a volatilidade cambial e a taxa de juros de longo prazo.

Assim, a política macroeconômica passou a basear-se no seguinte tripé:

(i) Metas de Inflação;

(ii) Taxa de Câmbio Flutuante, e,

(iii) Metas de Superávit Primário

Um dos principais impactos da desvalorização cambial foi o grande aumento da dívida pública, pois uma parcela significativa dos títulos públicos estava atrelada ao dólar. Isso, acoplado à manutenção de uma taxa de juros elevada após a desvalorização, aumentou significativamente os gastos com juros no início do ano. Esses gastos começaram a se reduzir em meados do primeiro semestre, à medida que o Banco Central pôde ir reduzindo a taxa de juros. Após jogar os juros a 45% no início do ano, essa taxa entrou em rápida trajetória de queda, em razão dos avanços nas contas externas e do sucesso em conter a aceleração inflacionária.

Com a desvalorização cambial, retirou-se grande parte da incerteza cambial embutida na taxa de juros. Com isso, a taxa pôde cair para os menores patamares desde a implantação do Plano Real. Embora os gastos com juros continuassem elevados em 1999 (6,3% do PIB), estes foram inferiores aos do ano anterior.

Além dessa pequena redução nos gastos com juros, observa-se uma elevação do resultado primário, que decorreu principalmente de um aumento significativo da arrecadação, devido à aprovação, pelo Congresso, de uma **Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira-CPMF**, que substituiu o IPMF com alíquota maior (0,38%), do aumento do Cofins de 2 para 3% e sua extensão para as instituições financeiras, e cobrança da contribuição previdenciária dos inativos e pensionistas do setor público.

Do lado das despesas, estas continuaram crescendo, acompanhando a própria receita, dada a vinculação de gastos às receitas, imposta pela Constituição de 1988. Daí a importância da desvinculação de parte da receita, através do Fundo Social de Emergência (FSE), criado em 1993, posteriormente denominado **Fundo de Estabilização Fiscal (FEF)**, e, finalmente, **Desvinculação de Receitas da União (DRU),** possibilitando a geração dos superávits.[17]

O bom desempenho fiscal se deu em todas as instâncias de governo, destacando-se os Estados e Municípios com forte elevação da arrecadação de ICMS, uma vez que, a desvalorização cambial propiciou aumento significativo nas tarifas de energia e telecomunicações (contratos atrelados ao IGP) e dos combustíveis, que representavam 30% do ICMS,. Neste quadro, a carga tributária, que se aproximara dos 30% do PIB no primeiro mandato de FHC, foi se elevando até chegar aos 35% no final do segundo mandato (Tabela 18.6).

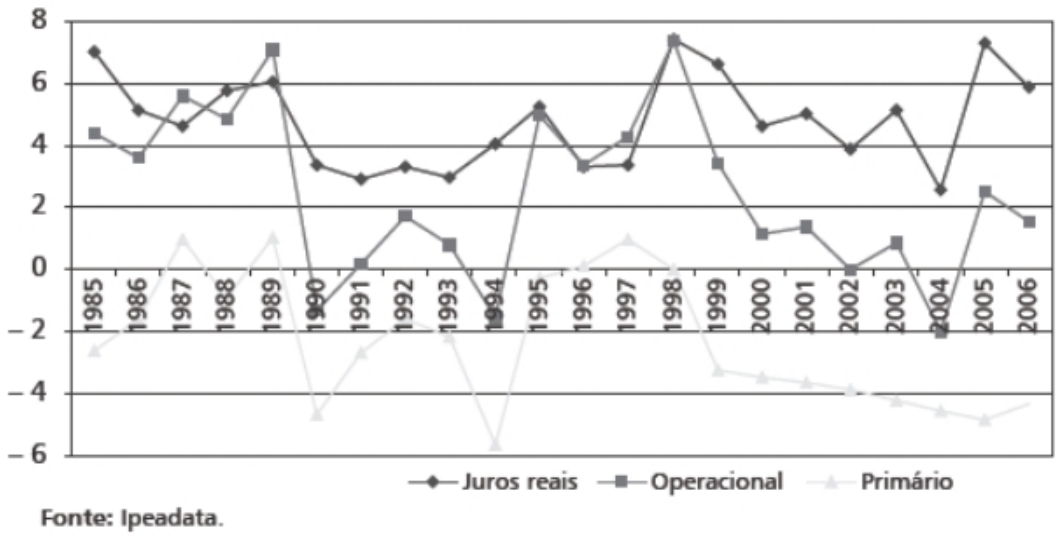
Tabela 18.6 *Carga tributária/PIB: 1998-2006.* ***DÚVAS EM RELAÇÃO AOS DADOS***									
Ano	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Carga tributária/PIB	29,33	31,64	32,84	33,68	35,84	35,54	36,80	37,82	38,80

Com isso, o governo conseguiu um superávit primário de 3% do PIB em 1999. Conforme revela-se no Quadro 18.7, o déficit operacional reduziu-se de 7,5% do PIB em 1998 para 3,2% em 1999, mostrando a evolução das contas públicas. Ao longo do segundo mandato, o superávit primário foi se elevando e o déficit operacional se reduzindo.

Note-se que, apesar de o ajuste estar fortemente concentrado na elevação das receitas em impostos de baixa qualidade, podem-se destacar algumas mudanças estruturais em relação ao controle e comportamento das despesas. As principais mudanças podem ser consideradas:

(i) a aprovação da **Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF),** em 2000, com a imposição de limites de gastos com pessoal para os três níveis de governo, critérios de transparência e controle das contas públicas, limites ao endividamento e penalizações aos gestores públicos que não cumprirem a lei;

Quadro 18.7 *Necessidade de financiamento do setor público: 1985-2006.*



Fonte: Ipeadata.

(ii) a **Reforma Previdenciária de 1998**, que institui o **fator previdenciário**,[18] altera a regra de cálculo dos benefícios e substitui o preceito do tempo de serviço pelo tempo de contribuição; e

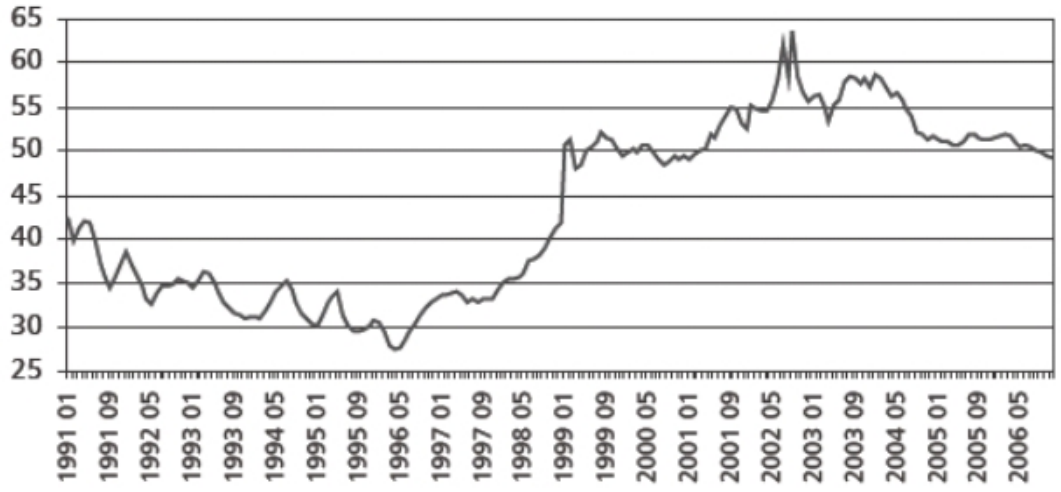
(iii) a renegociação das dívidas estaduais e a reorganização do sistema de bancos estaduais, com a liquidação, privatização ou transformação desses bancos em agências de fomento, o que garantiu que o aumento das receitas dos Estados (ICMS) fosse transformado em superávit primário para o pagamento da dívida, além de que o fim dos bancos estaduais eliminou um dos principais fatores geradores de passivos no país.

Vale destacar, que apesar desses fatores, o gasto público primário, com destaque para os gastos correntes, manteve um crescimento elevado ao longo de todo o período, refletindo a dificuldade de cortar gastos no país. O componente de gasto mais afetado com as metas de superávits e com a LRF foi o investimento, reflexo da baixa poupança pública.

Apesar deste desempenho fiscal, centrado no aumento das receitas, a dívida pública, após uma estabilização nos anos 1999 e 2000, voltou a crescer a partir de 2001, o que está fortemente relacionado à composição dessa dívida, com forte presença de títulos indexados ao câmbio, e outra parcela com títulos atrelados à SELIC.

Assim, seja em função de uma desvalorização cambial, seja em função da elevação da SELIC para controlar as pressões inflacionárias, a dívida pública elevou-se continuadamente. Enquanto no primeiro mandato parcela significativa do aumento da dívida possa ser explicada pela deterioração do saldo primário, no segundo mandato essa elevação se deu em função de ajustes patrimoniais e não por determinantes fiscais, uma vez que o país apresentou superávits primários significativos (Quadro 18.8).

Quadro 18.8 *Dívida líquida do setor público/PIB.*



Fonte: Ipeadata.

Outro aspecto a ser analisado é o desempenho do setor externo. O motivo pelo qual se clamava a desvalorização cambial era a melhora das contas externas: a reversão do déficit da balança comercial e a diminuição do déficit em transações correntes, fazendo com que o país precisasse captar menos recursos no exterior, o que possibilitaria a redução das taxas de juros e a retomada do crescimento.

Verifica-se, já a partir de 1999, uma melhora das contas externas: (i) o déficit em transações correntes teve uma redução da ordem de 27%, passando de US$ 33 bilhões para US$ 25 bilhões; (ii) a Balança Comercial apresentou uma queda no déficit da ordem de US$ 5,4 bilhões, resultado de uma ampla queda nas importações (em torno de US$ 8 bilhões) e uma menor queda do valor das exportações no ano (US$ 3 bilhões); (iii) redução do déficit do balanço de serviços não fatores, com destaque para a queda das despesas com viagens e transporte, embora a renda líquida enviada ao exterior, basicamente a renda de capitais, tenha se elevado ao longo do ano, fruto do aumento do endividamento no ano anterior.

Tabela 18.7 *Balanço de Pagamentos - Brasil: 1998-2002 (US$ milhões).*

Discriminação	1998	1999	2000	2001	2002
Balança Comercial	- 6.575	- 1.199	- 698	2.650	13.121
Exportações	51.140	48.011	55.086	58.223	60.362
Importações	57.714	49.210	55.783	55.572	47.240
Balança de Serviços e Rendas	- 28.299	- 25.825	- 25.048	- 27.503	- 23.148
Serviços	- 10.111	- 6.977	- 7.162	- 7.759	- 4.957
Rendas	- 18.189	- 18.848	- 17.886	- 19.743	- 18.191
Saldo em Transações Correntes	- 33.416	- 25.335	- 24.225	- 23.215	- 7.637
Conta Capital e Financeira	29.702	17.319	19.326	27.052	8.004
Investimentos Diretos	26.002	26.888	30.498	24.715	14.108
Investimentos em Carteira	18.125	3.802	6.955	77	- 5.119
Derivativos	- 459,8	- 88,1	- 197,4	- 471,0	- 356,2
Outros investimentos	- 14.285	- 13.620	- 18.202	2.767	- 1.062
Resultado do BP	- 7.970	- 7.822	- 2.262	3.307	302
Reservas Internacionais	44.556	36.342	33.011	35.866	37.823

Fonte: Banco Central.

A rápida queda nas importações reflete tanto a mudança cambial como a contenção de demanda. Deve-se destacar que esse desempenho das importações se deu mesmo com o aumento no valor das importações de petróleo, em virtude dos aumentos do preço do barril, e uma pequena redução nas importações de bens de capital; ou seja, grande parte da queda concentrou-se nos bens de consumo, inclusive automóveis, e bens intermediários.

Tabela 18.8 *Exportação e importação - por itens selecionados: 1998-2005.*

US$ milhões

Bens exportados	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total - Exportações	**51.140**	**48.011**	**55.086**	**58.223**	**60.362**	**73.084**	**96.475**	**118.308**
Produtos básicos	**12.977**	**11.828**	**12.562**	**15.342**	**16.952**	**21.179**	**28.518**	**34.722**
Café cru em grão	2.332	2.230	1.559	1.208	1.195	1.302	1.750	2.516
Soja, mesmo triturada	2.178	1.593	2.188	2.726	3.032	4.290	5.395	5.345
Minérios	3.375	2.862	3.048	2.932	3.049	3.456	4.759	7.297
Carnes	1.163	1.434	1.472	2.377	2.580	3.392	5.201	6.866
Óleos brutos de petróleo	nd	nd	159	721	1.691	2.122	2.528	4.164
Outros	3.927	3.708	4.137	5.380	5.404	6.616	8.885	8.533
Produtos semimanufaturados	**8.120**	**7.982**	**8.499**	**8.243**	**8.965**	**10.944**	**13.431**	**12.980**
Açúcar de cana em bruto	1.096	1.162	761	1.401	1.111	1.350	1.511	1.906
Produtos de ferro ou aço	1.255	1.096	1.360	1.082	1.410	1.619	2.124	1.967
Pastas químicas de madeira	1.049	1.243	1.601	1.246	1.160	1.744	1.722	1.596
Alumínio em bruto	0	0	0	676	813	903	952	808
Outros	3.849	3.617	3.830	3.838	4.472	5.328	7.122	6.704
Produtos manufaturados	**29.387**	**27.330**	**32.528**	**32.901**	**33.000**	**39.653**	**52.948**	**65.144**
Aviões	1.159	1.772	3.054	2.839	2.335	1.939	3.269	3.168
Calçados, suas partes e componentes	1.387	1.342	1.617	1.684	1.516	1.622	1.899	1.979
Automóveis de passageiros	1.619	1.139	1.768	1.951	2.005	2.656	3.352	4.395
Partes e peças para veículos automóveis e tratores	1.429	1.229	1.206	1.172	1.159	1.488	1.961	2.463
Motores para veículos automóveis e suas partes	1.119	1.043	1.064	1.112	1.341	1.674	1.972	2.313
Outros	22.674	20.806	23.819	24.144	24.644	30.277	40.496	50.825
Operações especiais*	**656**	**872**	**1.497**	**1.736**	**1.446**	**1.308**	**1.579**	**2.482**
Importações - Total	**57.763**	**49.295**	**55.839**	**55.581**	**47.235**	**48.260**	**62.835**	**73.551**
Petróleo	1.964	2.124	3.190	3.193	3.304	3.840	6.745	7.648
Bens de Capital	12.475	10.097	9.679	10.876	8.667	7.152	7.686	9.913
Bens de Consumo duráveis	3.843	1.887	1.885	2.000	1.245	1.060	1.306	1.805
Bens de Consumo não duráveis	6.201	4.577	4.135	3.779	3.449	3.429	3.945	4.722
Bens Intermediários	30.874	27.825	32.427	31.883	27.666	30.156	39.877	45.330

nd: dado não disponível.
*: Inclui transações especiais, consumo de bordo e reexportação.
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, diversos.

O fraco desempenho das exportações pode ser atribuído a um conjunto de fatores: redução dos preços das principais *commodities* exportáveis em função da fraca demanda mundial, queda da atividade econômica na América Latina e incertezas dos exportadores. Em relação a este último tópico, deve-se notar que o forte período de valorização da taxa de câmbio levou a uma destruição dos canais de comercialização; isto por si só levaria a uma demora para a recuperação das exportações. Com as incertezas em relação à taxa de câmbio, esse processo tende a ser ainda mais lento, pois leva a uma demora maior na tomada de decisões.

Outros dois itens que contribuíram para a melhora do saldo em transações correntes foram as viagens (turismo) e os transportes. A retração das despesas com viagens mostra a sensibilidade do turismo internacional em relação à taxa de câmbio. A queda nas viagens já contribui para a redução dos gastos com transportes, que ainda diminuem em razão do menor volume de importações e exportações. A queda no déficit desses dois itens contribuiu em aproximadamente US$ 3 bilhões com a melhora do saldo em transações correntes em 1999, ou seja, quase um terço do incremento (Tabela 18.9).

Tabela 18.9 *Setor externo, serviços e renda de capital: 1992-2005.*

(US$ milhões)

Ano	Serviços		Renda de Capital	
	Viagens Intern.	Transportes	Lucros e Dividendos	Juros Líquidos
1992	- 319	- 1.359	- 574	- 7.253
1993	- 799	- 2.090	- 1.831	- 8.280
1994	- 1.181	- 2.441	- 2.483	- 6.338
1995	- 2.419	- 3.200	- 2.590	- 8.158
1996	- 3.598	- 2.717	- 2.830	- 8.778
1997	- 4.377	- 3.162	- 5.443	- 9.483
1998	- 4.146	- 3.261	- 6.855	- 11.437
1999	- 1.457	- 3.071	- 4.115	- 14.876
2000	- 2.084	- 2.896	- 3.316	- 14.649
2001	- 1.468	- 2.956	- 4.961	- 14.877
2002	- 398	- 1.959	- 5.162	- 13.130
2003	218	- 1.590	- 5.640	- 13.020
2004	351	- 1.986	- 7.338	- 13.364
2005	- 858	- 1.788	- 12.686	- 13.496

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, diversos.

Nos anos seguintes, continuou-se a verificar melhoras no saldo comercial refletindo

o crescimento das exportações e um menor avanço das importações. Em 2001 o país já voltava a apresentar superávit comercial da ordem de US$ 2,6 bilhões. No último ano de FHC, o saldo comercial se elevou para US$ 13 bilhões, em decorrência de uma forte queda das importações, resultado do baixo crescimento econômico e da forte desvalorização cambial naquele ano, levando a uma queda significativa do déficit em transações correntes. Vale destacar que esse resultado em 2002 decorreu de uma estiagem no fluxo de capitais para o país.

Em relação à atividade econômica, o segundo mandato de FHC também apresentou baixas taxas de crescimento econômico, com uma média de 2,1% a.a. no período. Para o ano de 1999, as expectativas de crescimento não eram favoráveis, pelas seguintes razões: as incertezas associadas à mudança cambial e o efeito-riqueza que esta poderia gerar deveriam levar à queda do consumo e do investimento; a elevação da taxa de juros em 1998 (crise russa) e nos meses subseqüentes à desvalorização também teria impactos contracionistas sobre a demanda, e o ajuste fiscal contracionista baseado no aumento de arrecadação também contribuiria nesse sentido.

Enfim, dever-se-ia esperar para 1999 uma forte contração da atividade econômica. O surpreendente foi que essa não se verificou, e o PIB apresentou ainda um pequeno crescimento de 0,79% nesse ano. Alguns pontos podem explicar esse desempenho. O primeiro refere-se ao fraco desempenho da economia brasileira em 1998. O segundo refere-se ao fato de o governo ter concedido proteção ao setor privado, com o que não se verificou um efeito-riqueza significativo. Em terceiro lugar, verificou-se o início da substituição de importações em alguns segmentos, pela maior competitividade que a mudança cambial propiciou aos produtores domésticos. E, finalmente, deve-se destacar a possibilidade introduzida para uma queda mais rápida da taxa de juros.

Este quadro permitiria prever que o país, sem a trava cambial, poderia ter encontrado o caminho do crescimento possibilitado pelo tripé de consistência macroeconômica: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário. Sem a valorização cambial, podiam ser esperadas melhoras no saldo comercial, como se verificou. A redução da taxa de juros, possibilitada por um melhor desempenho fiscal e sem risco cambial, induziria a retomada do investimento e o crescimento do emprego e da renda levariam à retomada do consumo. Vale notar a significativa redução da taxa de juros real no segundo mandato, em média, a taxa Selic deflacionada pelo IPCA situou-se em 10% a.a., ou seja, metade da verificada no primeiro mandato, mas ainda assim, um patamar extremamente elevado e uma das maiores taxas do mundo.

O ano de 2000 caminhou neste sentido e o país apresentou a maior taxa de crescimento econômico do período (4,36% no ano), destacando-se o crescimento do PIB industrial (5,4%), que vinha apresentando um desempenho bastante fraco. A agropecuária, em termos setoriais, foi a que apresentou o melhor desempenho na média, durante o II FHC, favorecida com algumas políticas específicas, por exemplo, o **Moderfrota**, um programa de financiamento voltado para a renovação da frota agrícola, além de se beneficiar da taxa de câmbio e do crescimento econômico mundial a partir de 2001/02.

Em 2000, o crescimento foi impulsionado por todos os componentes de demanda: as exportações apresentaram elevado crescimento impulsionado pela taxa de câmbio, os investimentos cresceram de forma significativa, impulsionados pela queda das taxas de juros, e o consumo acompanhou o crescimento econômico. Assim, poder-se-ia esperar que a partir daí o país retomaria o crescimento econômico.

Entretanto, no ano seguinte, 2001, verificou-se uma profunda queda na taxa de crescimento, passando para 1,3% no ano. Dois fatos principais explicam esta piora no desempenho econômico: choque externo, com profundas pressões cambiais em função da crise Argentina e do ataque ao World Trade Center, em 11 de setembro, a crise da NASDAQ em 200/01; e a crise energética, com o racionamento de energia no país.

Tabela 18.10 *PIB – Taxa de crescimento.*

Período	1998	1999	2000	2001	2002
PIB	0,13	0,79	4,36	1,31	1,93
PIB – Agropecuária	1,27	8,33	2,15	5,76	5,54
PIB – Indústria	0,00	2000,00	4,36	2,15	4,81
PIB – Serviços	0,91	2,01	3,80	1,75	1,61
Consumo final	- 0,05	0,27	3,24	0,63	0,05
Formação Bruta de Capital	- 0,62	- 7,58	9,98	- 1,14	- 4,27
Importações	- 0,28	- 15,45	11,63	1,21	- 12,30
Exportações	3,71	9,25	10,59	11,24	7,90

Fonte: IBGE.

A crise Argentina fez com que ocorresse significativa saída de capital do Brasil, ocasionando forte desvalorização cambial. Apesar do efeito negativo da queda da atividade na Argentina, que foi se materializar principalmente em 2002, as exportações continuaram apresentando um ritmo acelerado de crescimento, devido à desvalorização cambial, e ao crescimento mundial, principalmente em 2002.

Entretanto, com as pressões inflacionárias decorrentes da desvalorização cambial, o Banco Central interrompeu o processo de queda da taxa de juros, passando a elevá-la. Esta decisão foi um dos fatores a explicar a retração do investimento neste ano.

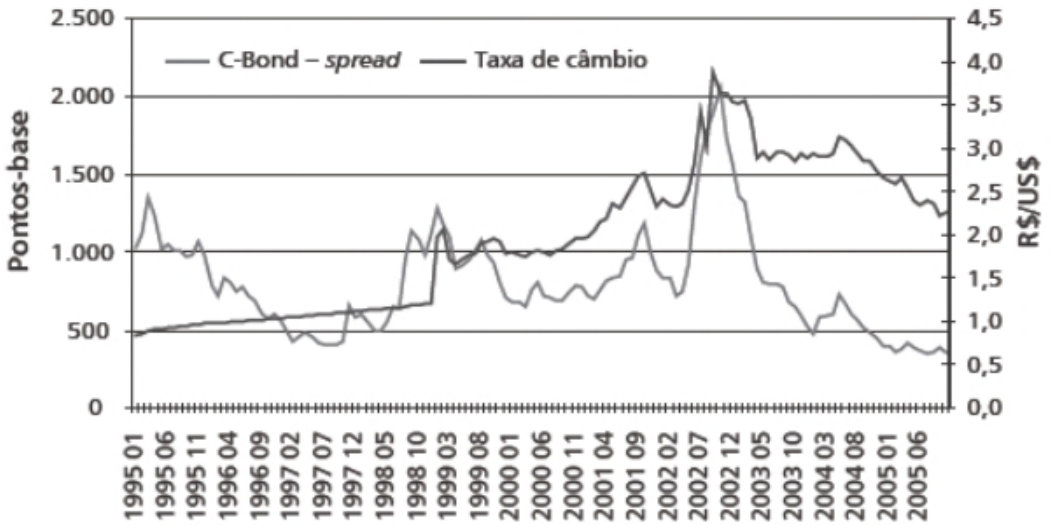
O outro choque refere-se à crise energética, que, quer por problemas climáticos, quer por falta de investimentos na expansão da capacidade produtiva e de transmissão de energia, acabou levando à retração do consumo e, principalmente, do investimento. O choque energético também significava pressões de custos e inflacionárias.

Com este quadro, abortou-se a promessa de crescimento. As pressões cambiais, a elevação da taxa de juros e o baixo crescimento acabaram fazendo com que a dívida pública se elevasse em 2001, apesar do superávit primário gerado por uma elevada carga tributária com impostos de baixa qualidade.

O baixo crescimento econômico levou à elevação do desemprego, e foi neste quadro que o país caminhou para o último ano de mandato do presidente Fernando Henrique e para a disputa eleitoral: pressões inflacionárias, baixa taxa de crescimento econômico, taxa de desemprego em elevação e dívida pública crescendo.

Este último ponto assumiu crucial importância em 2002. A constatação da fragilidade do ajuste fiscal realizado nos últimos anos, em um contexto de forte questionamento do tipo de modelo econômico que sacrificava o crescimento econômico e o emprego, durante o processo eleitoral liderado por um partido que historicamente questionava o ajuste fiscal, o cumprimento dos contratos e as elevadas taxas de juros, fez com que o risco-país, em especial dos títulos públicos, sofresse fortes elevações (Quadro 18.9). Este quadro, dada a fragilidade do mercado financeiro brasileiro, totalmente concentrado em títulos públicos, provocou tanto uma fuga de capitais com fortes pressões cambiais, como uma deterioração do perfil da dívida pública, que passou a apresentar menores prazos e maior vinculação à taxa de câmbio e à taxa *over*.

Quadro 18.9 *Taxa de câmbio e risco-país (C-bond).*

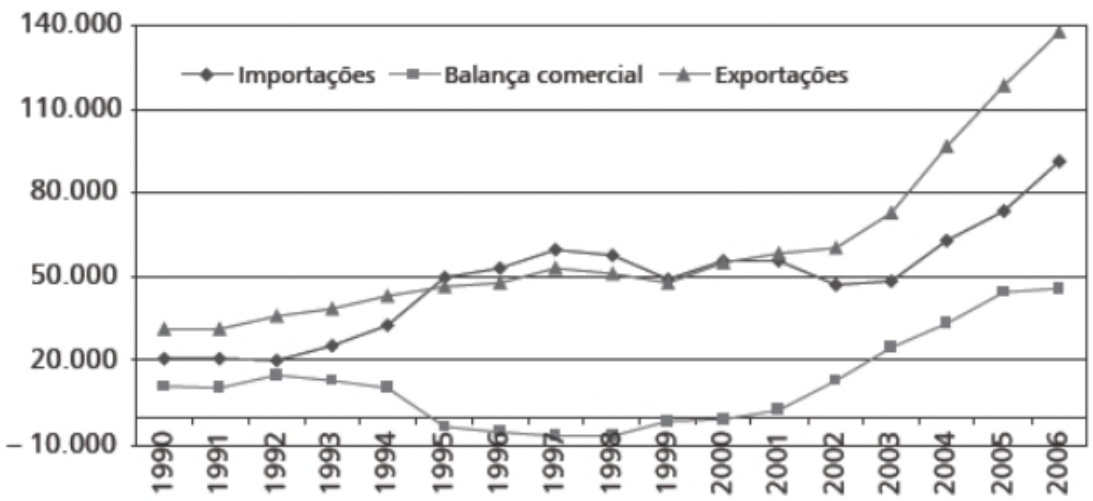


Fonte: Banco Central do Brasil.

As pressões cambiais geravam pressões inflacionárias, que eram acompanhadas por elevações nas taxas de juros e maior elevação da dívida pública, dado o perfil da dívida. Isso, por sua vez, elevava o risco-país, geravam-se maiores pressões cambiais e inflacionárias. Configurou-se uma situação em que a elevação da taxa de juros para combater a inflação gerava o seu oposto, ou seja, novas pressões inflacionárias. Essa situação foi chamada na literatura como **dominância fiscal**.[19]

Nesse contexto de profunda instabilidade, o investimento se retraiu ainda mais e o crescimento econômico se manteve extremamente baixo. Talvez o único efeito positivo do último ano do presidente Fernando Henrique Cardoso foi a forte elevação do superávit comercial, em função da forte desvalorização real da taxa de câmbio provocada pela desvalorização do câmbio nominal e da significativa melhora do saldo em transações correntes (Quadro 18.10).

Quadro 18.10 *Balança comercial 1990/2006 (US$ milhões).*



Fonte: Ipeadata.

Em termos de inflação, verificamos na Tabela 18.5 que após a elevação da inflação em 1999, esta voltou a se reduzir em 2000. Como destacamos, a não-explosão da inflação em 1999 reflete o acerto da condução da política monetária. Nesses dois primeiros anos o Banco Central cumpriu as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional para aqueles anos.

Vale notar que o ano de 2000, além da redução das taxas de inflação, foi o de maior crescimento econômico no segundo mandato de FHC. Já nos dois anos seguintes as metas não foram cumpridas e a inflação se acelerou, apesar das elevações da taxa de juros e da retração do crescimento econômico, o que decorreu da presença de choques externos significativos na economia. Enquanto as metas para o IPCA eram de 4,0% e 3,5 % para os anos de 2001 e 2002, os valores efetivos foram de 7,67% e 12,53%, respectivamente.

Assim, apesar da recuperação do setor externo e de não dispor mais da trava cambial do primeiro mandato, o país não conseguiu apresentar um bom desempenho em termos de crescimento econômico no segundo mandato de FHC. Mesmo apresentando um elevado superávit primário, a dívida pública continuou crescendo e o perfil desta foi piorando ao longo do segundo mandato, sendo esse inclusive o determinante de sua expansão em função dos ajustes patrimoniais. Apesar de se ter uma política monetária comprometida com a estabilidade de preços, o mandato de Fernando Henrique se encerrou com a inflação em profunda aceleração. Mesmo adotando o tripé que é considerado o mais adequado em termos de política econômica – metas de inflação, superávit primário e taxa de câmbio flutuante.

O fraco desempenho do segundo mandato de FHC e as crises recorrentes levaram a queda da popularidade do presidente e aumentaram as dificuldades para o partido da situação conseguir fazer o sucessor e contribuíram para a vitória do partido de oposição, o Partido dos Trabalhadores (PT). Foi neste ambiente de profunda instabilidade econômica que se deu a eleição e a transição do Governo FHC para o Governo Lula.

Como destacado, apesar de um desempenho macroeconômico caracterizado por profunda instabilidade, o governo FHC introduziu importantes mudanças no país. O tripé macroeconômico que seria mantido no governo Lula reflete o aceto do governo em combinar as preocupações com a estabilidade inflacionária, o equilíbrio fiscal e das contas externas. Diversas reformas foram realizadas buscando consolidar a situação fiscal. A reforma do estado contribuiu para possibilitar uma maior participação privada na retomada dos investimentos em infra-estrutura. O avanço da universalização da educação e a maior atuação da política de saúde possibilitaram maior acesso das classes de baixa renda a serviços essenciais que levariam a uma melhor distribuição de renda. E as políticas assistenciais e de transferência de renda, com desataque para o Bolsa Escola, Vale Gás, entre outros, além dos aumentos reais de salário mínimo, contribuíram para a melhor distribuição de renda. Estas mudanças refletem a maior preocupação do país com o desenvolvimento social e a melhor distribuição de renda, principalmente, a partir da Constituição de 1988. Este processo iria se acentuar ainda mais no governo seguinte.

18.3 – Uma Síntese dos Governos FHC.

Fernando Henrique Cardoso foi presidente do país por dois mandatos, entre os anos 1995 e 2002. Antes de concorrer a presidência, FHC havia sido ministro da Fazenda no governo Itamar Franco, cargo no qual organizou o plano de estabilização, denominado Plano Real, responsável pela queda da inflação no país, após várias tentativas fracassadas desde o inicio dos anos 80. Como destacado, a estratégia de estabilização foi baseada principalmente na âncora cambial, isto é, a apreciação da moeda nacional em um contexto de abertura comercial e elevado volume de fluxos voluntários de recursos.

Apesar da estabilização, alguns desequilíbrios surgiram e foram se agravando ao longo do primeiro mandato de FHC. Destaca-se o desajuste fiscal em função da forte elevação das despesas primárias do governo, que resultou em uma forte elevação da dívida pública. Para este processo, também colaboraram o reconhecimento de uma série de esqueletos e o surgimento de vários passivos contingentes, e a necessidade de manter uma taxa real de juros muito elevada para preservar a taxa de câmbio e a estabilização. E o outro desequilíbrio refere-se às contas externas em função da emergência do déficit comercial, com a valorização cambial e a necessidade crescente de captação de recursos externos. Com isso, apesar de conseguir derrubar as taxas de inflação, foram gerados profundos desequilíbrios que impediram a retomada do crescimento econômico.

No segundo mandato, houve uma mudança completa do regime macroeconômico. Passamos de um regime de câmbio quase fixo para o câmbio flutuante, a política monetária passou a pautar-se pelo regime de metas inflacionarias, e passamos de uma situação de ausência de metas fiscais para metas de superávit primário. Com este tripé dever-se-ia promover o ajuste das contas externas, o ajuste fiscal e a estabilização da dívida pública e manter a estabilidade de preços. Além disso, com a melhora das contas externas e a possibilidade de redução das taxas reais de juros, dever-se-ia esperar a retomada do crescimento econômico.

Apesar de um melhor arcabouço da política macroeconômica, não se conseguiu obter melhora nas taxas de crescimento, a inflação se manteve baixa, mas acima das taxas verificadas no primeiro mandato e terminando o período em aceleração; a dívida pública continuou a se elevar apesar dos superávits primários, e, apenas no desempenho das contas externas ,verifica-se uma melhora quando se compara os

dois mandatos.

A Tabela 18.11, a seguir, apresenta a síntese de alguns indicadores que permitem avaliar o desempenho médio dos dois mandatos de FHC e a comparação entre eles. Nesta pode-se constatar os comentários feitos anteriormente: (i) a inflação quando medida pelo IPCA foi bastante semelhante nos dois períodos, quando se toma o IGP o segundo período apresentou maior taxa, em função da relação deste índice com a taxa de câmbio; (ii) o crescimento econômico médio foi da ordem de 2,3%ao ano, sendo que no segundo mandato foi ligeiramente inferior ao primeiro, destacando-se a performance menos favorável da indústria. Em termos de componentes da demanda, deve-se destacar o crescimento negativo da Formação Bruta de Capital Fixo ao longo do segundo mandato, o que explica a retração da participação desta variável no PIB e a falta de sustentabilidade do crescimento; (iii) a forte melhora dos indicadores fiscais em termos de necessidade de financiamento não impediu a elevação continua da Dívida Liquida do Setor Público. sendo que a melhora dos saldos se deu pela elevação da carga tributrária; (iv) os indicadores externos melhoraram com a desvalorização cambial.

Tabela 18.11 - FHC 1 versus FHC 2

Variável \ Ano	média 95-98	média 99-02	média
PIB e Desemprego			
Taxa de Crescimento Anual PIB - %a.a.	2,49	2,13	
Taxa de Crescimento Anual PIB industrial - %a.a.	1,86	1,10	
Taxa de Crescimento Anual PIB agropecuário - %a.a.	3,23	5,47	
Taxa de Crescimento Anual PIB serviços - %a.a.	2,26	2,47	
Taxa de Crescimento Anual PIB FBKF - %a.a.	5,21	-3,92	
Taxa de Crescimento Anual PIB consumo - %a.a.	3,61	1,69	
Taxa de Crescimento Anual PIB cons. governo - %a.a.	1,00	2,26	
FBCF/PIB - % do PIB	0,17	0,17	
FBCF/PIB - % do PIB (1)	0,16	0,15	
Taxa de Desemprego - IBGE (2) Dezembro - Metodologia Antiga	5,47	6,32	
Taxa de Desemprego - IBGE (2) Média do Ano - Metodologia Antiga	6,31	7,70	
Taxa de Crescimento Produção Industrial - IBGE - %a.a. (mês 12)	-2,34	4,49	
Inflação, Câmbio e Juros			
Taxa de Inflação - %a.a. - IGP-DI	8,30	16,83	
Taxa de Inflação - %a.a. - IPCA-IBGE	9,71	8,78	
Taxa de Câmbio R$/US$ - final de período (3)	1,08	2,40	
Taxa de Câmbio R$/US$ (4)	1,04	2,23	
Taxa de Câmbio %a.a. (4)	17,06	27,50	
Taxa de Juros Over-SELIC (%a.a.) (5)	34,12	20,07	
Indicadores Fiscais			
NFSP-Nominal (% do PIB)	6,80	7,21	
NFSP-Operacional (% do PIB)	5,03	1,50	
NFSP-Primário (% do PIB)	0,20	-3,32	
Carga Tributária Bruta (% do PIB)	28,75	31,41	
Divida Líquida do Setor Público (mês 12) (% do PIB)	33,80	50,73	
Indicadores Setor Externo			
Exportações - US$ bilhões	49,59	55,46	
Importações - US$ bilhões	55,22	52,00	
Saldo Comercial - US$ bilhões	-5,63	3,47	
Transações Correntes - US$ bilhões	-26,44	-20,10	
Transações Correntes - % do PIB	-3,16	-3,45	
Conta Capital - US$ bilhões	0,38	0,25	

Dívida Externa Bruta - US$ bilhões - final de período	195,21	232,85	2
Reservas Internacionais - Conceito liquidez - Final de período	52,17	35,76	

(1) Preços Constantes - FBCF deflacionado pelo deflator da FBCF e PIB pelo deflator do PIB
(2) A metodologia de cálculo foi alterada em 200X, assim não se pode comparar os dados da série antiga com os
nova
(3) Os valores correspondem ao último dia do ano e a moeda em vigor no momento.
(4) Taxa de Câmbio Média de Compra - Dezembro/Dezembro
(5) Taxa de Juros média do ano (%a.a.)

O maior mérito do governo FHC foi a reversão do quadro de elevadas taxas inflacionárias, e de romper com a cultura inflacionaria e os amplos mecanismos de indexação da economia. Apesar disso, o país não conseguiu voltar a apresentar taxas de crescimento compatíveis com a sua situação de país em desenvolvimento. Esta incapacidade decorreu dos profundos desequilíbrios que foram gerados, tanto do ponto de vista fiscal como das contas externas, que contribuíram para manter elevadas taxas de juros, profundas incertezas e baixas taxas de investimento na economia.

Parcela da performance negativa ao longo deste período pode ser atribuída as sucessivas crises internacionais ocorridas ao longo desses anos: crise mexicana (1995); asiática (1997), russa (1998), argentina (2001), ataques terroristas (2001), estouro das empresas de alta tecnologia (.com em 1999/2000), entre outras. Com isso, a volatilidade no cenário internacional contribuiu para dificultar a melhor performance da economia brasileira. Mas estes problemas foram agravados também pelas questões internas relacionadas aos problemas fiscais, baixas taxas de investimentos e custo-Brasil, do qual a crise energética foi o exemplo mais visível.

Entre outros pontos positivos, o governo FHC realizou avanços em diversas áreas que iriam possibilitar um melhor desempenho futuro da economia brasileira. Deve-se destacar o processo de reforma do Estado e o amplo processo de privatização, a maior transparência da gestão pública, a reforma e fortalecimento do sistema financeiro, a adequação de diversas regulações na provisão de serviços públicos, a aprovação de regras fiscais, a introdução de programas relevantes de transferência de renda e melhorias nos indicadores sociais e na distribuição e renda, entre outras medidas.

Assim, mesmo que o desempenho econômico não tenha sido dos mais favoráveis, este período introduziu a cultura da estabilização econômica, de melhores práticas de gestão pública, avanços nas políticas sociais e realizou reformas importantes para a adequação das instituições.

Conceitos-chaves

- Âncora cambial
- Âncora monetária
- Apreciação (valorização) cambial
- Bens *tradeables* × bens *non-tradeables*
- Câmbio Flutuante
- Consenso de Washington
- COPOM – Comitê Política Monetária
- *Core inflation* (núcleo da inflação)

- Crescimento Econômico
- Crise Cambial
- *Currency board*
- Déficit Público
- Dívida Externa
- Dívida Pública
- Dominância Fiscal
- Efeito pão-de-queijo
- Efeito-tequila
- Fator previdenciário
- Fordismo
- Fundo Social de Emergência (FSE)
- Globalização
- Imposto inflacionário
- IPMF – Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira
- Lei de Responsabilidade Fiscal
- Metas inflacionárias (*Inflation target*)
- Núcleo da inflação (*Core inflation*)
- Plano de Ação Imediata (PAI)
- Plano Real
- PROER
- PROES
- Real (R$)
- Regra de Taylor
- Risco-país
- Superâncora cambial
- Superávit Primário
- URV – Unidade Referencial de Valor

Questões

Q1. Explique as três fases de implantação do Plano Real.

Q2. Após a queda da inflação, muitas vezes ocorre uma explosão do consumo, mesmo com taxas de juros reais elevadas. Como você explicaria esse comportamento do consumidor?

Q3. Faça uma breve comparação entre o Plano Cruzado e o Real, inclusive comparando a conjuntura econômica na época em que foram lançados.

Q4. Por que ocorreu a deterioração das contas externas após o Plano Real?

Q5. Como o governo atuou diante das ameaças de crise cambial?

Q6. Por que ocorreu a mudança cambial em janeiro de 1999? Quais suas conseqüências?

Q7. Explique o funcionamento do regime de metas inflacionárias.

Q8. Explique as principais mudanças na política econômica no segundo mandato de FHC.

Q9. Como se deu a emergência dos superávits primários a partir de 1999? Explique as principais mudanças na área fiscal.

Q 10. Explique a crise eleitoral de 2002. Explique a idéia de dominância fiscal.

Q 11. Mostre o que o PT fez para adquirir a “credibilidade” durante 2002.

Q 12. Quais as principais medidas tomadas pelo governo Lula para garantir a estabilidade?
Q13. Como se comportou o produto ao longo do governo Lula?
Q14. Quais as vantagens e eventuais problemas da valorização cambial durante o governo Lula?

Temas para debate0

T1. Discuta problemas e vantagens associados ao endividamento externo de um país.
T2. Discuta a autonomia para um país conduzir a política econômica em um mundo globalizado.
T3. Discuta a adequação do regime de metas inflacionárias para a economia brasileira.
T4. Discuta a importância e os problemas associados à preservação de elevadas metas de superávit primário.
T5. Quais as restrições à elevação da taxa de investimento na economia brasileira?
T6. Discuta os principais entraves ao crescimento econômico no país.